



2012 factbook



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

**GUIDA ITALIANA
AL RISPARMIO GESTITO**



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

factbook 2012

**GUIDA ITALIANA
AL RISPARMIO GESTITO**

Da oltre dieci anni il Factbook di Assogestioni offre ai lettori una "panoramica" sulle principali novità che hanno riguardato il settore del risparmio gestito nel corso dell'anno precedente. Non solo una raccolta di dati e riferimenti normativi, ma anche uno sguardo complessivo sul mercato, con l'obiettivo di rappresentare la continua evoluzione e crescita dell'industria.

In questa edizione del volume ogni sezione si apre con un'immagine che rappresenta questo concetto e dimostra che, prendendo distanza da un tema o un luogo specifici, a volte la realtà che ci circonda può assumere un nuovo e più profondo significato.

Progetto grafico e impaginazione: Oliviero Fiori

Stampato a Milano nell'aprile 2013

Stampa: Multigraphic S.r.l. - Arcore (MB)

In copertina: Rotterdam, Olanda - *Deposito di container portuale*

Il Fact Book 2012 è stampato su carta ecologica Munken Pure, certificata da FSC (Forest Stewardship Council).

SOMMARIO

PREMESSA	8
ASSOGESTIONI: L'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI GESTORI DEL RISPARMIO	12
<i>L'associazione e i suoi associati</i>	
<i>Scopi dell'associazione</i>	
<i>Attività principali</i>	
SCENARIO DI MERCATO	18
Risparmio e ricchezza delle famiglie italiane	19
Il mercato del risparmio gestito nel 2012	35
Il mercato degli investimenti socialmente responsabili e i trend internazionali in atto	55
EVOLUZIONE NORMATIVA	62
Le principali novità introdotte dalla disciplina primaria e secondaria di recepimento della UCITS IV	63
La Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della direttiva AIFM	77
L'evoluzione delle proposte europee in tema di UCITS V, MiFID II e Prips	83
Le linee guida ESMA su ETF e altri fondi armonizzati	95
Le iniziative della Commissione europea sui fondi d'investimento a lungo termine	105
Il Regolamento europeo sullo <i>short selling</i>	109
L'adozione del Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti d'interessi	115
Il decreto "Salva Italia" e il cumulo di cariche nel settore finanziario	119
Gli obblighi di adeguata verifica della clientela e l'esecuzione da parte di terzi	125

TASSAZIONE	130
Il recepimento della direttiva UCITS IV e gli effetti sulla normativa fiscale	131
L'imposta di bollo sulle comunicazioni relative a prodotti finanziari	139
CORPORATE GOVERNANCE	148
La rappresentanza delle minoranze: <i>corporate governance</i> e attività delle SGR nel 2012	149
FONDI IMMOBILIARI	160
La direttiva AIFM, un'occasione per il rilancio dei fondi <i>retail</i> e la ridefinizione dell'offerta	161
La gestione della fase di liquidazione dei fondi immobiliari <i>retail</i>	167
La tassazione dei partecipanti a fondi immobiliari	171
FONDI PENSIONE	182
Gli Schemi di convenzione per la gestione delle risorse dei fondi negoziali	183
Lo Schema esemplificativo per la redazione del documento sulla politica di investimento	185
DATI E TAVOLE STATISTICHE	188
GLOSSARIO	200

PREMESSA

Negli ultimi cinque anni il settore finanziario ha attraversato un lungo periodo di crisi, che ha colpito i mercati di tutto il mondo contagiando l'economia reale e le abitudini d'investimento dei cittadini. In questo contesto, l'industria del risparmio gestito ha dovuto affrontare un mercato sempre più instabile e ha visto parallelamente ridursi i flussi di risparmio. La grande volatilità degli anni scorsi, tuttavia, si è gradualmente attenuata durante il 2012: lo scorso anno ha rappresentato una fase di transizione verso una stabilizzazione dell'economia globale e un recupero di fiducia dei mercati.

In questo percorso di progressivo ritorno alla normalità - che molti sperano si possa consolidare nel corso del 2013 - un ruolo fondamentale è stato senz'altro giocato dagli Stati Uniti, che hanno saputo intraprendere un credibile piano di recupero, mantenendo così la loro posizione di leadership globale. Ma sono stati soprattutto i Paesi emergenti a sostenere l'economia mondiale, continuando a crescere a una velocità molto maggiore rispetto ai Paesi sviluppati e raccogliendo sempre di più le preferenze degli investitori.

L'Europa ha continuato invece a procedere a due velocità, con i Paesi periferici impegnati in uno sforzo di lento consolidamento. Le pressioni delle istituzioni europee e dei Paesi core hanno costretto i membri più deboli dell'Unione ad avviare riforme dolorose per riportare in equilibrio i conti pubblici. Il vero *game changer* è stato però l'intervento della Banca centrale europea di fine luglio 2012, con l'annuncio del governatore Draghi di voler fare "tutto il necessario" per stabilizzare il mercato e tenere insieme l'Eurozona.

L'Italia nel 2012 ha iniziato un difficile "percorso a ostacoli", sotto il peso delle manovre di *austerity* richieste con forza dall'Europa per riportare in sicurezza i conti del Paese. Gli sforzi compiuti nell'anno trascorso hanno permesso di raggiungere l'obiettivo di stabilizzare il costo del debito e ricucire in parte lo strappo tra l'Italia e i membri più solidi dell'Unione (Germania in testa), raccogliendo l'apprezzamento delle istituzioni internazionali e degli operatori finanziari.

Il clima di grande instabilità politica, tuttavia, è culminato alla fine dell'anno nella convocazione di nuove elezioni per il febbraio del 2013. L'esito delle urne non ha permesso la rapida formazione di un nuovo esecutivo, capace di restituire solidità e forza alle istituzioni e dare finalmente il via a misure strutturali di stimolo alla crescita, di cui il nostro Paese ha disperatamente bisogno.

Sul fronte dell'industria del risparmio gestito, il trend positivo dei mercati internazionali ha permesso agli *asset manager* di ottenere buone performance, che si sono riflesse in un consistente aumento del patrimonio complessivo, tornato a fine 2012 sopra quota 1000 miliardi di euro. Il buon andamento dei listini non è stato però accompagnato da una ripresa della capacità di risparmio delle famiglie italiane, rimasta ferma ai livelli del 2011 a causa del peso della crisi sull'economia reale.

Nel contesto europeo, la progressiva creazione di un "ecosistema" normativo e regolamentare comune sta stimolando gli operatori del settore a trovare soluzioni competitive nuove e innovative, anche fuori dai confini nazionali. Il mercato italiano, in particolare, dimostra oggi l'esigenza di un concreto stimolo all'investimento di lungo termine, necessario per incoraggiare un'evoluzione delle abitudini dei risparmiatori e una nuova crescita del nostro settore.

Il Factbook 2012, come di consueto, illustra in forma concisa e coerente le principali linee di sviluppo del risparmio gestito in Italia. Ci auguriamo che la sua utilità come strumento di consultazione rapida e di primo approfondimento possa incontrare un sempre maggiore riscontro tra i nostri lettori. Ogni suggerimento circa i temi da trattare è sempre gradito.

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 2012, gestiva complessivamente un patrimonio pari a oltre 1.194 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.





Yunnan, Cina
Risaie di Yueng Yang

SCENARIO DI MERCATO

Risparmio e ricchezza delle famiglie italiane

Alessandro Rota

Nel corso del 2012 l'economia mondiale ha attraversato uno dei momenti di maggiore instabilità della storia moderna. Un contesto in cui, anche a causa delle manovre di *austerità* varate in Europa dai Paesi periferici, il livello di risparmio delle famiglie non ha potuto tornare a crescere. In Italia, dove il ruolo degli investitori istituzionali è ancora troppo limitato, appare sempre più necessaria una politica economica in grado di incentivare il risparmio previdenziale e le forme d'investimento di lungo termine, anche attraverso appositi interventi normativi che ne favoriscano lo sviluppo.

La propensione al risparmio

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.

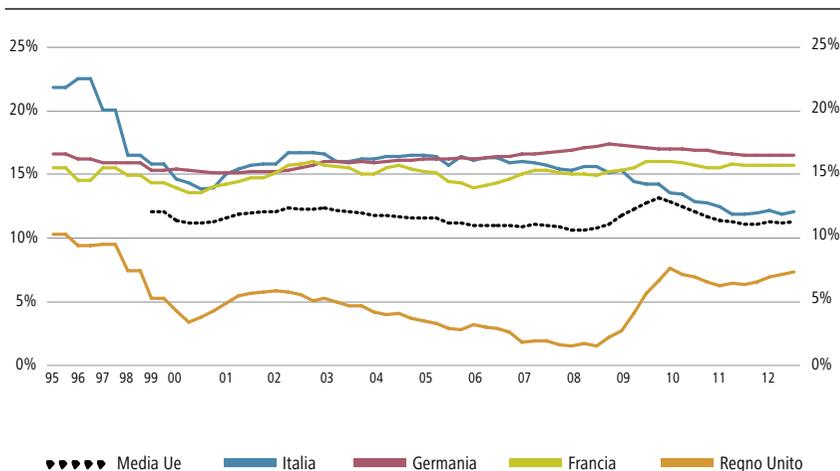
A partire dal 1995, tuttavia, accelerando una tendenza negativa in essere già dagli anni '80, nel giro di pochi anni l'incidenza del risparmio sul reddito disponibile delle famiglie è diminuita fino a raggiungere valori compresi tra il 15% e il 17%, allineandosi a quella di Paesi sotto molti aspetti 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.

Sul finire del 2008, dopo un periodo di relativa stabilità durato quasi un decennio, con il progressivo peggioramento della crisi economica il tasso di risparmio delle famiglie ha subito un'ulteriore flessione, proseguita fino alla metà del 2011, che lo

Il risparmio privato ha garantito per lungo tempo il finanziamento interno del disavanzo pubblico

Figura 1 - Tassi di risparmio lordi delle famiglie. Periodo 1995 - 3° trimestre 2012.

Fonte: Eurostat



ha portato dal 15% al 12%, valore su cui si è successivamente attestato (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 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.

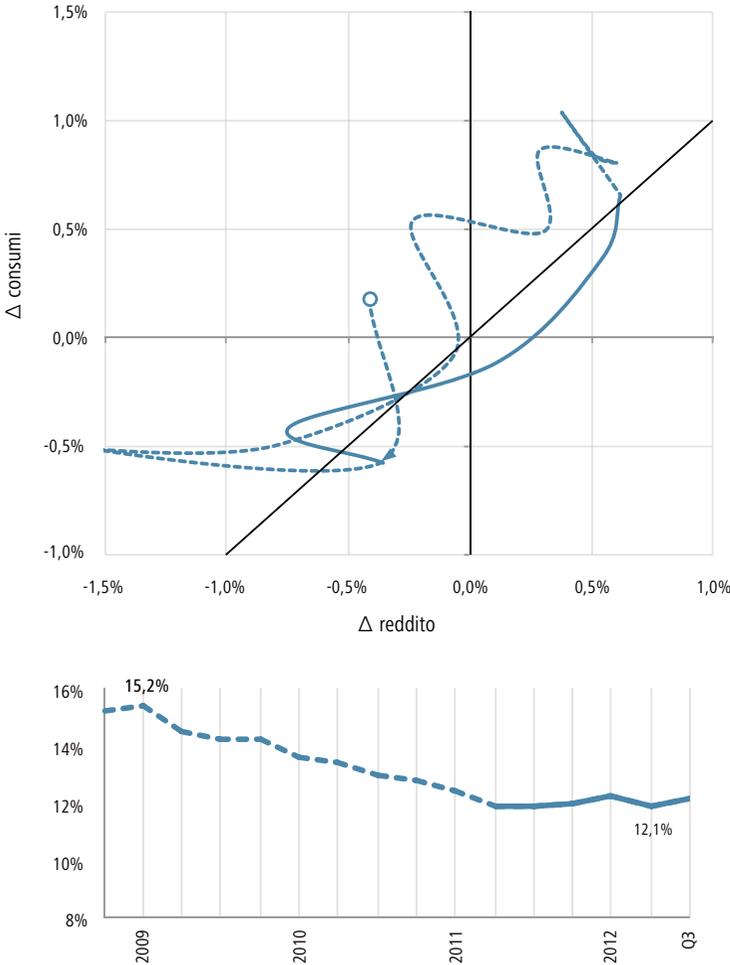
In estrema sintesi, si può affermare che attualmente esiste un sostanziale accordo tra gli economisti nel riconoscere a ognuno di questi fattori strutturali un ruolo - più o meno rilevante in base al Paese e al periodo storico considerati - nella spiegazione dell'evoluzione di medio/lungo periodo dei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

Per contro, l'ulteriore calo registrato tra la fine del 2008 e la metà del 2011 sembrerebbe determinato più da fattori congiunturali che non strutturali, e in particolare dall'andamento avverso del reddito disponibile combinato con una relativa rigidità dei consumi.

Per approfondire le cause che hanno determinato la dinamica del tasso di risparmio degli ultimi anni, nella **Figura 2** vengono rappresentate le variazioni trimestrali del reddito disponibile (asse orizzontale) e dei consumi (asse verticale) delle famiglie italiane per il periodo che va dalla fine del 2008 alla metà del 2011 (linea tratteggiata) e per i successivi trimestri, fino all'ultimo valore disponibile (3° trimestre 2012, linea continua). 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.

Figura 2 - Sopra: variazioni trimestrali del reddito disponibile (asse orizzontale) e dei consumi (asse verticale). Sotto: tasso di risparmio lordo delle famiglie. Italia. Periodo 4° trimestre 2008 - 3° trimestre 2012.

Fonte: Eurostat



I punti relativi al primo periodo considerato si collocano in prevalenza nel semipiano superiore e molto spesso lontano dalla retta bisettrice. Ciò indica che, in risposta alla crisi, le famiglie hanno reagito cercando di preservare i livelli di consumo precedenti, riducendoli in maniera meno che proporzionale rispetto alle flessioni del reddito (primi sei trimestri) 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 causato la discesa del tasso di risparmio, registrata fino alla metà del 2011.

In risposta alla crisi, le famiglie hanno reagito cercando di preservare i livelli di consumo precedenti

I dati relativi al secondo periodo segnalano una maggiore sincronia tra le variazioni di reddito e quelle di consumo. La linea continua, infatti, risulta tendenzialmente più vicina alla bisettrice: ciò significa che l'iniziale rigidità dei consumi non è stata compensata da un loro successivo calo¹ e si è quindi "scaricata", consolidandosi, sul tasso di risparmio che nell'ultimo anno e mezzo si è stabilizzato attorno al nuovo minimo del 12%.

Un utile termine di paragone per quanto successo nel nostro Paese può essere fornito dall'osservazione delle dinamiche di reddito e consumi delle famiglie residenti in Germania, Francia e Regno Unito (Figure 3 e 4).

In generale i consumi delle famiglie dei due Paesi continentali si sono mossi in modo abbastanza sincronizzato con i redditi, tanto nei periodi espansivi quanto in quelli di contrazione (si osservi la limitata dispersione delle linee attorno alla retta bisettrice). Ciò ha consentito ai tassi di risparmio, che all'inizio della crisi partivano da valori vicini - se non addirittura superiori - a quelli italiani (15,3% la Francia, 17,4% la Germania), di mantenersi abbastanza stabili nel corso dei quattro anni considerati (+0,5% e -0,8% la variazione dei rispettivi tassi).

Per contro, i dati relativi al 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 (+5,2%) è il risultato di una prima fase di forte contrazione dei consumi, pur in un contesto di sostanziale tenuta dei redditi cui ha fatto seguito una fase di maggiore sincronizzazione dei movimenti, che ha determinato un consolidamento del tasso di risparmio intorno al 7,5%, valore che rimane comunque nettamente inferiore alla media europea.

¹ Calo che dovrebbe essere più che *proporzionale* rispetto alla variazione del reddito disponibile.

Figura 3 - Sopra: variazioni trimestrali del reddito disponibile (asse orizzontale) e dei consumi (asse verticale). Sotto: tasso di risparmio lordo delle famiglie. Francia e Germania. Periodo 4° trimestre 2008 - 3° trimestre 2012.

Fonte: Eurostat

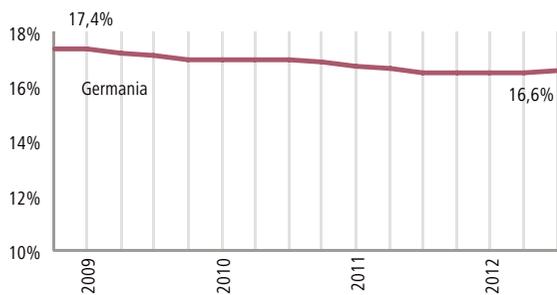
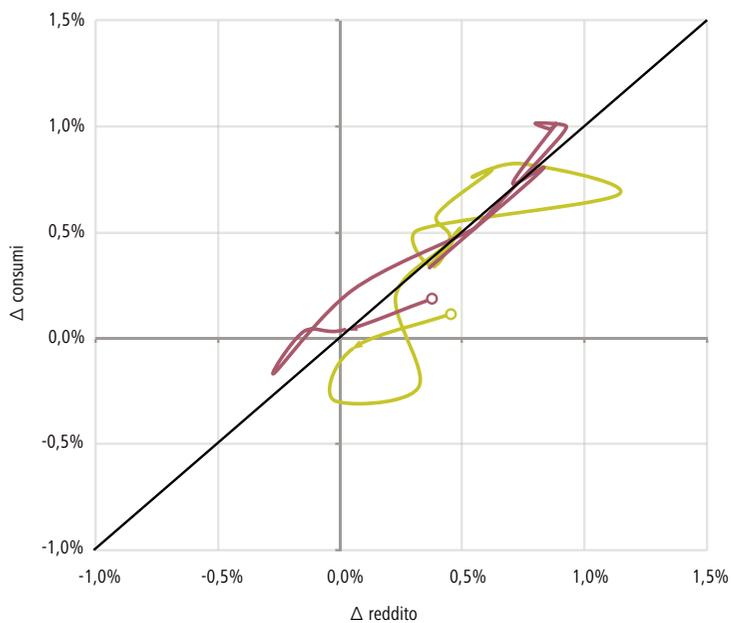
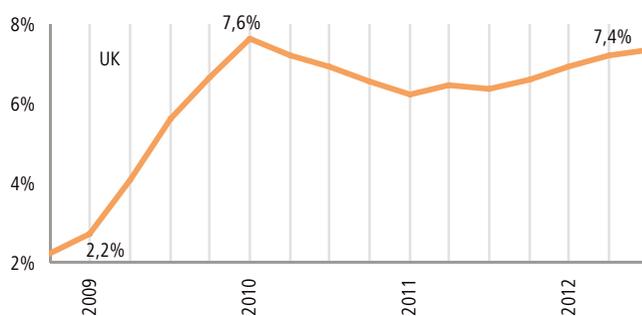
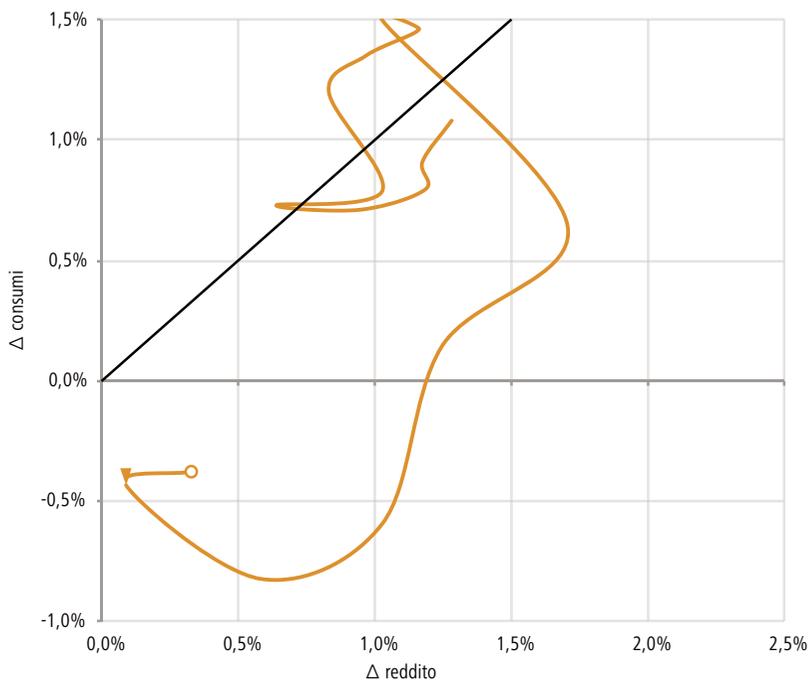


Figura 4 - Sopra: variazioni trimestrali del reddito disponibile (asse orizzontale) e dei consumi (asse verticale). Sotto: tasso di risparmio lordo delle famiglie. Regno Unito. Periodo 4° trimestre 2008 - 3° trimestre 2012.

Fonte: Eurostat

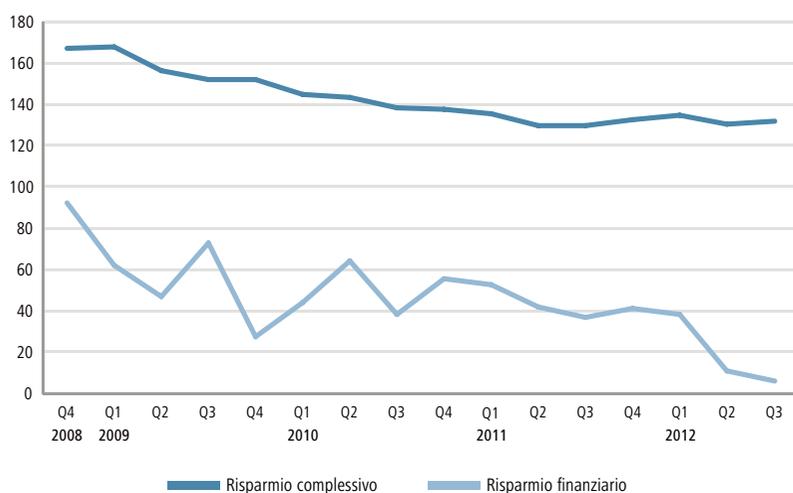


Allo stato attuale risulta difficile prevedere se il tasso di risparmio delle famiglie italiane - la cui riduzione, come appena illustrato, è figlia della congiuntura economica - ne seguirà le sorti, tornando a crescere con la futura uscita dal ciclo recessivo (fase di cui, peraltro, non si scorgono ancora

i segni), oppure si manterrà attorno agli attuali livelli, trasformandosi in un fattore strutturale della nostra economia.

Per ora si può osservare che dall'inizio della crisi la contrazione della capacità di risparmio delle famiglie, combinata con il calo del reddito, si è tradotta in una riduzione dei flussi complessivi superiore al 20%, e che nel medesimo periodo la parte di risorse investita in attività finanziarie si è contratta in misura ancora maggiore (Figura 5).

Figura 5 - Risparmio complessivo e risparmio finanziario delle famiglie in miliardi di euro (somma mobile di 4 trimestri). Periodo 4° trimestre 2008 - 3° trimestre 2012.
Fonte: Eurostat, Banca d'Italia



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

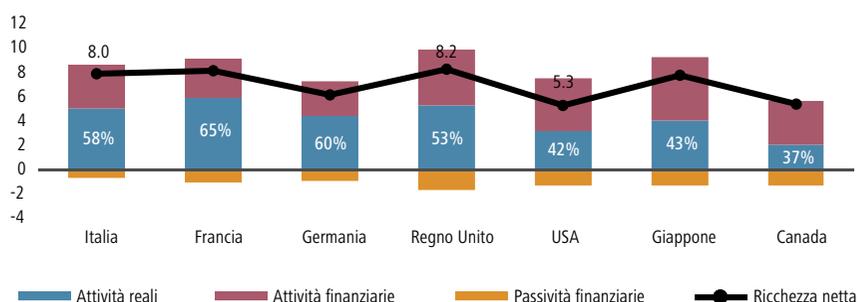
La ricchezza delle famiglie e il ruolo degli investitori istituzionali

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

In base all'indagine annuale della Banca d'Italia, nel 2010 la ricchezza delle famiglie italiane al netto dell'indebitamento risulta pari a 8 volte il reddito disponibile, valore che pone l'Italia nella parte alta della graduatoria dei Paesi del G7. L'indebitamento delle famiglie italiane è relativamente modesto, e ciò contribuisce in maniera determinante al buon piazzamento del nostro Paese nei confronti internazionali (Figura 6).

Figura 6 - Ricchezza delle famiglie e sue componenti (in rapporto al reddito disponibile) dei paesi del G7 (anno 2010). I dati delle attività reali della Germania sono aggiornati al 2008.

Fonte: Banca d'Italia, Istat, OCSE



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 relativamente più equilibrato rispetto a quello di altri Paesi: la ricchezza mediana è stimata a 123.000\$ per adulto (il secondo valore più elevato tra le economie del G7) e l'indice di concentrazione di Gini è pari al 65% (Tavola 1).

Tavola 1 - Anno 2011. Ricchezza mediana pro capite (in dollari) di un adulto nei paesi del G7. Anno 2012. Ricchezza mediana pro capite (in dollari) e quota percentuale degli adulti con uno stock di ricchezza superiore a 100.000\$ e Indice di Gini.

Fonte: Shorrocks, Davies e Lluberas (2012)

	2011	2012		
	Mediana	Mediana	% > 100.000 \$	Indice di Gini
Italia	155.953	123.710	56,9%	64,6%
Francia	90.271	81.274	45,5%	75,5%
Germania	57.283	42.222	37,1%	77,7%
Regno Unito	121.852	115.245	54,2%	67,5%
USA	52.752	38.786	33,3%	85,2%
Giappone	128.688	141.410	62,5%	59,6%
Canada	89.014	81.610	46,2%	72,8%

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 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 dati più recenti disponibili per il 2012, le attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane ammontano a circa 3.600 miliardi di euro e risultano composte per poco meno del 40% da investimenti diretti, ripartiti equamente tra obbligazioni o azioni (Tavola 2).

La contrazione del reddito e della capacità di risparmio hanno portato a una riduzione dei flussi superiore al 20%

Tavola 2 - Composizione delle attività finanziarie delle famiglie.

Fonte: Banca d'Italia, Eurostat, OCSE.

	Totale Attività € mld	Obbligazioni			Azioni			Fondi pensione e assicurazioni vita	Fondi comuni
		Moneta e Depositi	Totale	di cui bancarie	Totale	di cui quotate			
Italia									
1995	1.796	38,3	22,8	2,1	19,3	2,8	8,8	5,8	
2000	3.042	22,9	16,6	6,5	29,5	5,4	10,0	17,0	
2005	3.700	24,7	19,6	7,4	25,4	2,5	14,8	11,5	
2010	3.774	29,6	18,4	9,8	22,0	1,9	16,9	7,3	
2011	3.647	30,7	19,4	10,3	19,3	1,6	17,6	6,9	
2012 Q3	3.619	31,7	19,8	10,8	18,5	2,0	18,0	7,3	
Francia	4.229	29,9	1,6		16,2	3,4	34,3	7,2	
Germania	4.871	40,9	5,0		9,1	4,2e	34,2	8,5	
Regno Unito	5.579	29,0	1,1		9,9	4,4	52,7	3,0	
USA	41.697	14,3	8,7		33,0	n.a	28,5	12,3	

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 2012 più della metà delle obbligazioni detenute dalle famiglie italiane erano emesse da istituti di credito.

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 caratteristica del mercato che è possibile ricollegare alla prevalente natura banco-centrica del modello di finanziamento della nostra economia, e al conseguente modesto sviluppo della borsa valori.

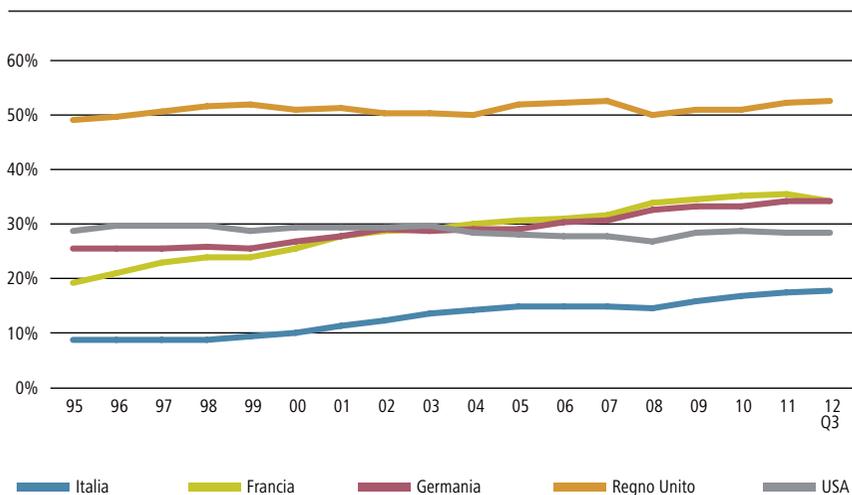
Gli investimenti indiretti effettuati per il tramite degli investitori istituzionali (fondi pensione, imprese di assicurazione e fondi comuni) rappresentano complessivamente il 25% del portafoglio finanziario delle famiglie. In Francia, Germania, Regno Unito o USA questo indicatore si attesta stabilmente 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 (Figura 7).

Figura 7 - Quota delle attività finanziarie delle famiglie investita in fondi pensione e assicurazioni vita. Anni 1995-2012.

Fonte: Eurostat, OCSE



A questo proposito è opportuno ricordare che la lunga serie di 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. 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 (Figure 8 e 9).

In questo contesto lo scarso sviluppo degli strumenti di previdenza complementare, e più in generale degli investitori istituzionali, rappresenta un elemento di seria preoccupazione e una reale minaccia al futuro benessere dei lavoratori di oggi, purtroppo ancora troppo sottovalutata.

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.

Figura 8 - Dinamica della spesa pensionistica in percentuale del PIL. Effetti delle riforme del 2004, 2010 e 2011.

Fonte: Ragioneria Generale dello Stato

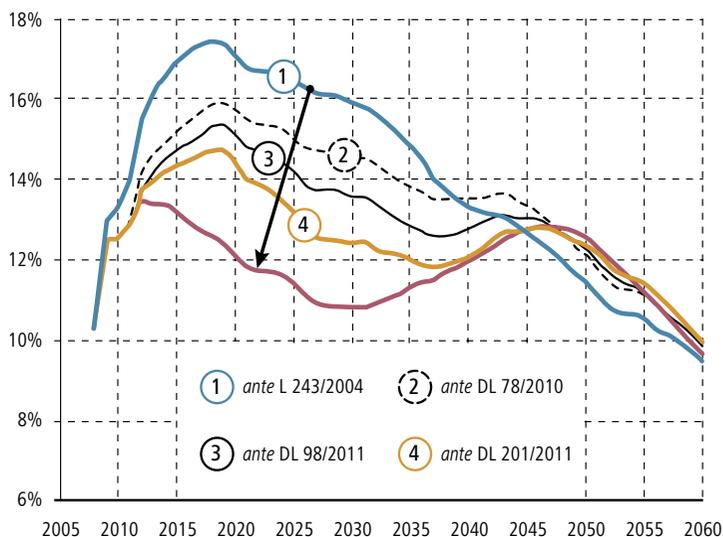
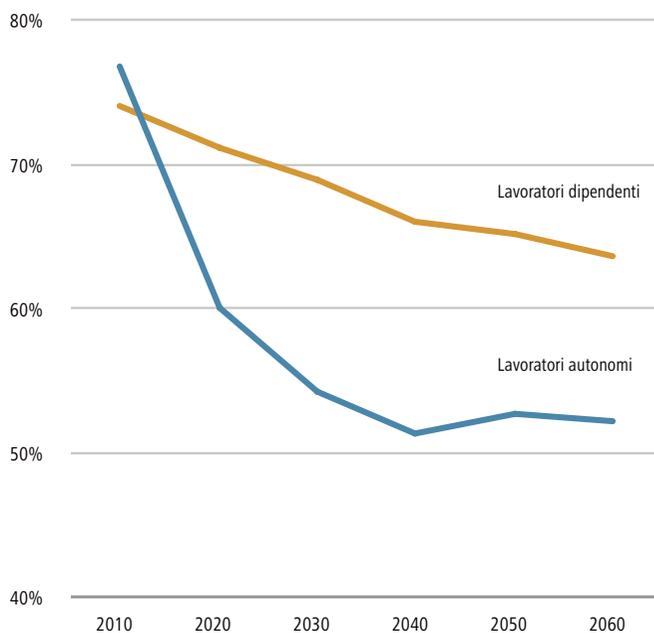


Figura 9 - Tassi di sostituzione del I pilastro. Ipotesi: 68 anni di età (lavoratori autonomi 70), 38 anni di contribuzione (40).

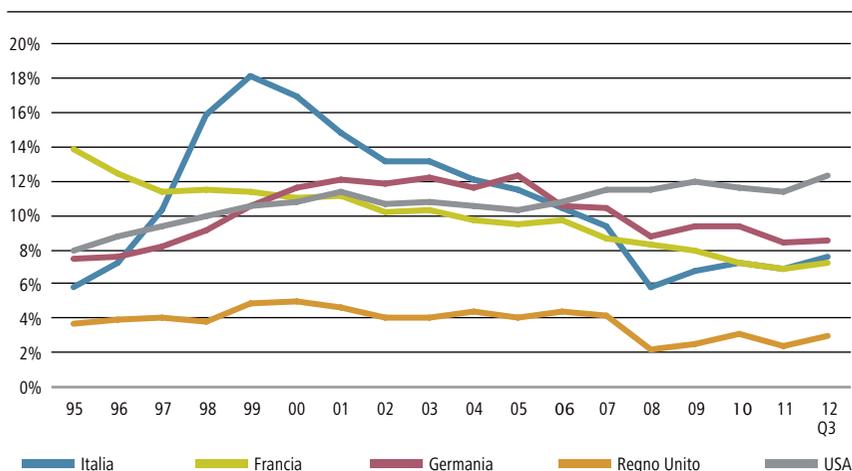
Fonte: Ragioneria Generale dello Stato



Infatti, la quota della ricchezza finanziaria investita in questi prodotti è cresciuta rapidamente fino a raggiungere livelli particolarmente elevati nel 1999 (massimo storico del 18%); in seguito, tuttavia, è andata calando progressivamente, fino a raggiungere nel 2012 il 7% circa. Da un confronto internazionale emerge che questa lunga parabola costituisce una peculiarità del mercato italiano, che non trova riscontro in altri Paesi (Figura 10).

Figura 10 - Quota delle attività finanziarie delle famiglie investita in fondi comuni. Anni 1995-2012.

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 a quello che si potrebbe considerare un livello relativamente fisiologico, 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'orienta-

mento 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.

L'incentivazione del risparmio a lungo termine

In questo contesto si ritiene urgente una politica economica 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'Epargne 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 e prelievo.

Anche i risparmiatori italiani avrebbero così la possibilità di allocare i propri risparmi in un conto sul quale, superato un certo periodo, 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.

Lo sviluppo delle forme d'investimento a lungo termine potrebbe offrire alle famiglie nuove prospettive di rendimento

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.

Il mercato del risparmio gestito nel 2012

Alessandro Rota

Se da un lato la crisi economica ha limitato la capacità di risparmio e d'investimento dei privati, dall'altro il buon andamento dei mercati finanziari e il sostegno garantito dalle banche centrali hanno portato nuovamente a crescere il patrimonio dell'industria italiana del risparmio gestito, dopo una lunga fase di contrazione. Gli operatori sono oggi chiamati a un ulteriore sforzo d'innovazione, sfruttando le opportunità presenti sul mercato per dare solidità e prospettive di crescita a un settore in radicale trasformazione.

Panoramica

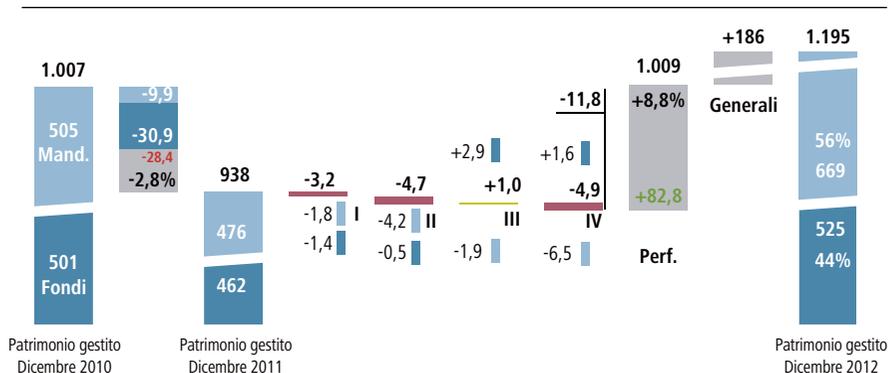
Alla fine del 2012 le dimensioni del mercato italiano dei prodotti di risparmio gestito sfiorano i 1.200 miliardi di euro, pari a un terzo delle attività finanziarie delle famiglie e al 75% del PIL. La ripartizione per tipologia di prodotto vede la prevalenza dei servizi di gestione di portafoglio su base discrezionale (mandati conferiti da clienti istituzionali e *retail*, rispettivamente il 48% e l'8% del totale) seguiti dai prodotti di gestione collettiva (fondi comuni aperti e chiusi, rispettivamente il 40% e il 4% del totale).

Nel corso dell'anno si sono registrati deflussi per 11,8 miliardi di euro, pari all'1,2% del dato di *stock* complessivo. Nonostante il segno negativo questo risultato rappresenta un'evoluzione favorevole rispetto al 2011, quando in dodici mesi i deflussi toccarono quota 40 miliardi e, per effetto del calo delle quotazioni, il patrimonio subì una flessione complessiva di 70 miliardi (Figura 1).

In considerazione del ruolo centrale che le banche ricoprono nella distribuzione dei prodotti finanziari, questo miglioramento relativo può essere in parte attribuito agli interventi di carattere straordinario messi in campo dalla BCE per contrastare le difficoltà dell'eurosistema originate dalla crisi del debito sovrano. Il grande ammontare di liquidità messa a disposizione dalla Banca centrale a favore degli istituti di credito, attraverso le operazioni di rifinanziamento di lungo termine operate a cavallo della fine del 2011, ha contribuito ad allentare la pressione sulla raccolta diretta presso la clientela *retail* (depositi e obbligazioni), consentendo a quella indiretta di riprendere fiato.

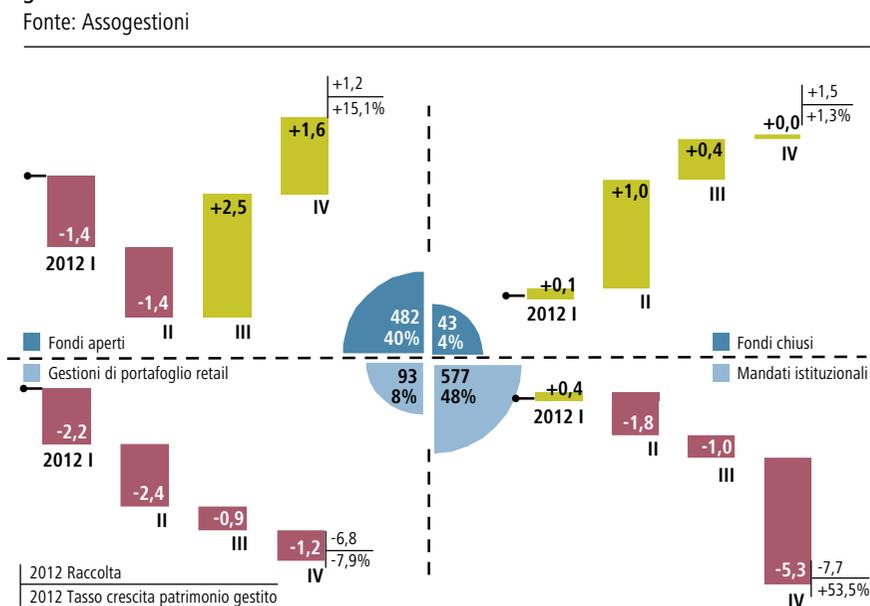
L'intervento della BCE ha contribuito alla dinamica positiva del settore del risparmio gestito nel 2012

Figura 1 - Patrimonio gestito, raccolta netta trimestrale (in miliardi di euro) ed effetto performance suddivisi tra Gestioni di portafoglio (Mandati) e Fondi comuni. Anni 2010-2011.
Fonte: Assogestioni



Ne è testimone, ad esempio, la dinamica positiva dei flussi dei fondi aperti: dai -27,4 miliardi della seconda metà del 2011, quando i canali di finanziamento all'ingrosso erano quasi del tutto prosciugati, ai -2,8 del primo semestre 2012, cui sono seguiti due trimestri positivi che hanno portato in attivo il dato dell'intero anno a quota +1,2 (Figura 2).

Figura 2 - 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 2012.
Fonte: Assogestioni



Un contributo positivo alla raccolta è venuto anche dai fondi chiusi che, sebbene rappresentino una fetta relativamente modesta del mercato, hanno registrato afflussi per 1,5 miliardi. Per contro hanno pesato in senso negativo i risultati delle gestioni di portafoglio istituzionali (-7,7 miliardi, pari al -2% del gestito di fine 2011) e di quelle rivolte alla clientela *retail* (-6,8 miliardi, -6,8%).

Nonostante il contributo negativo della raccolta complessiva, nel corso dell'anno il patrimonio si è accresciuto per effetto dei recuperi messi a segno dai titoli di stato italiano e, più in generale, dai mercati azionari internazionali, soprattutto nella seconda parte dell'anno. A livello di industria l'effetto performance è stato pari al 9%, equivalente a circa 83 miliardi.

Nel corso dell'ultimo trimestre a questo incremento si è poi sommato quello determinato dalla ristrutturazione delle attività di *asset management* del gruppo Generali, che ha accentrato presso la SGR italiana le attività di gestione su delega degli attivi relativi a prodotti assicurativi, fondi comuni e fondi pensione in precedenza svolte da società basate in Francia e Germania (+186 miliardi).

Le gestioni di portafoglio

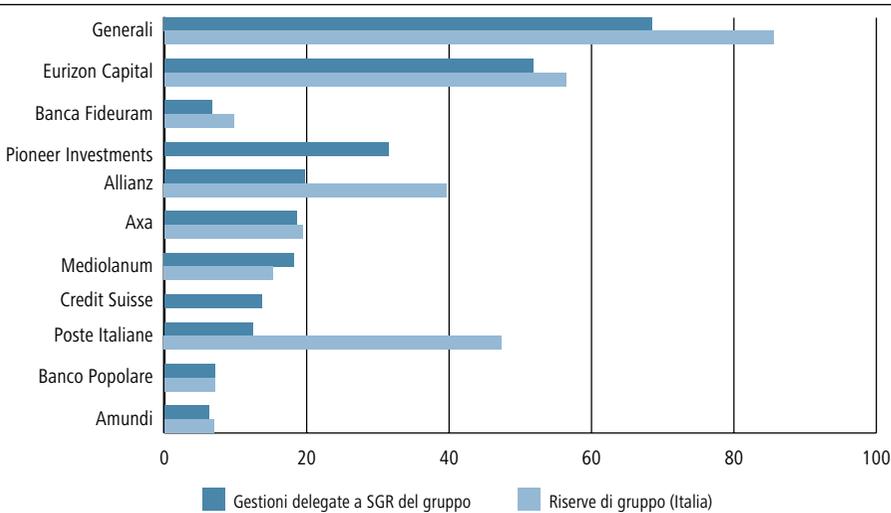
L'operazione Generali ha accelerato un processo in atto da alcuni anni, caratterizzato da una crescita dell'incidenza del servizio di gestione di portafoglio sul patrimonio totale dell'industria, che alla fine del 2012 ha raggiunto il 56% per un controvalore di 670 miliardi di euro.

Nell'ambito di questo comparto i servizi dedicati alle compagnie di assicurazione rappresentano la fetta più rilevante (70% circa). Nel complesso queste affidano alle SGR la gestione di attivi relativi a polizze tradizionali e *linked* (ramo III) per un ammontare di 466 miliardi; di questi, 300 sono pertinenti al mercato assicurativo vita italiano e rappresentano il 70% circa del totale delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione (Figura 3).

I flussi risultano strettamente correlati con le dinamiche del mercato dei prodotti assicurativi: nel 2012 i prodotti vita tradizionali hanno tenuto, mentre si è confermata la flessione dei prodotti *linked* manifestatasi l'anno precedente. I mandati assicurativi costituiscono un segmento di mercato prevalentemente

Figura 4 - Gestioni di prodotti assicurativi (SGR) e riserve tecniche vita (compagnie di assicurazione). Dati per gruppo, in miliardi di euro. Dicembre 2011.

Fonte: Assogestioni, Ania



captive. Nella maggior parte dei casi le deleghe operano tra società appartenenti al medesimo gruppo bancario o assicurativo (Figura 4).

I mandati conferiti dalle forme di previdenza (fondi pensione, PIP e casse private) ammontano a 49 miliardi, pari al 7% del totale delle gestioni di portafoglio e al 33% circa del mercato potenziale. Le modeste dimensioni di questo segmento sono da attribuire all'insufficiente sviluppo del risparmio previdenziale, sul quale si è già avuto modo di soffermarsi.

Gli investitori istituzionali a carattere previdenziale garantiscono stabilità ai flussi di risparmio (la raccolta costantemente positiva ne è una riprova), contribuiscono ad allungare l'orizzonte temporale degli investimenti e sono strutturalmente meglio predisposti a reggere gli alti e bassi del mercato rispetto ad altre categorie di investitori, anche istituzionali.

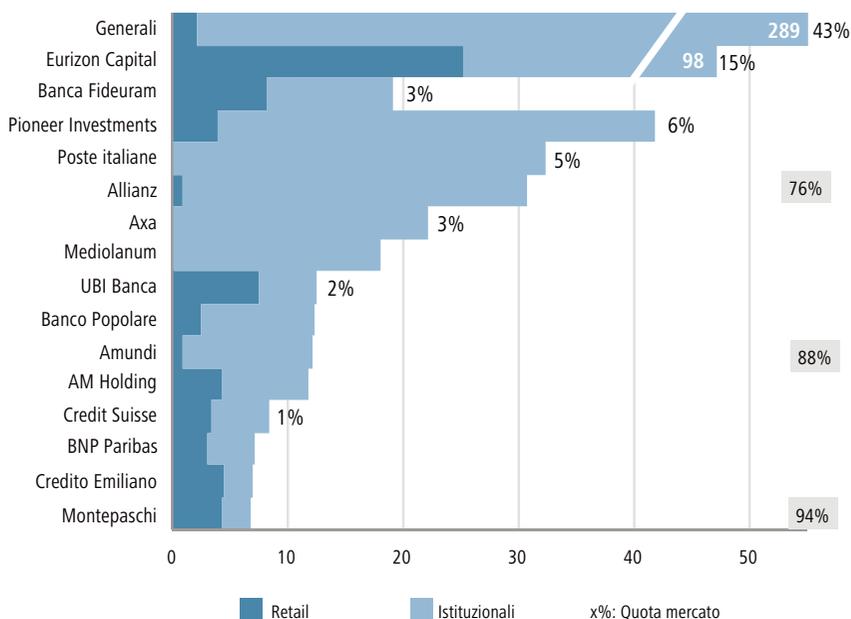
A questo proposito, è interessante notare che il dato complessivamente negativo delle gestioni di portafoglio istituzionali è da attribuire per la maggior parte ai riscatti che hanno pesato sulla categoria "altro", dove sono registrati gli *asset* istituzionali *propri* (62 miliardi). A differenza degli *asset* previdenziali, si tratta di un patrimonio non necessariamente investito in un'ottica di lungo periodo e proprio per questo tendenzialmente più volatile.

Il 14% delle gestioni di portafoglio, pari a 93 miliardi, è rappresentato da prodotti dedicati alla clientela *retail* (GPM e GPF). Si tratta in genere di investitori privati dotati di elevate disponibilità finanziarie e ai quali, proprio per questo, le società di gestione sono in grado di offrire soluzioni di gestione ad alto livello di personalizzazione. Nel complesso questa categoria di prodotti è stata colpita nel corso dell'anno da deflussi concentrati, in particolare, sulle gestioni in fondi (-2,8 miliardi su un patrimonio iniziale di 28,8).

I principali operatori del mercato delle gestioni patrimoniali appartengono ai gruppi Generali (43% delle masse complessive¹), Intesa Sanpaolo (Eurizon Capital e Banca Fideuram insieme pesano il 18%), Unicredit (Pioneer Investments), Poste Italiane e Allianz. Questi cinque gruppi rappresentano più del 75% del patrimonio. Il rapporto tra gestioni istituzionali e *retail* è variabile e riflette la composizione della clientela di riferimento: quasi esclusivamente istituzionale per Generali, con un ruolo, anche importante, della componente *retail* nel caso di molti gruppi bancari (Figura 5).

Figura 5 - Patrimonio gestito (in miliardi di euro) a fine 2012 delle Gestioni di portafoglio suddivise tra mandati *retail* e istituzionali dei primi 15 gruppi e relativa quota di mercato.

Fonte: Assogestioni



¹ Il dato include le deleghe che la SGR italiana riceve da società di gruppo relative a polizze e fondi collocati sui mercati francese e tedesco.

In chiusura, è interessante osservare che il crescente peso dell'attività di gestione di portafoglio, e in particolare di quella svolta per conto della clientela istituzionale, assume un chiaro significato prospettico. Soprattutto se considerato alla luce delle statistiche internazionali, dalle quali emerge un legame robusto tra le dimensioni degli investitori istituzionali e il grado di sviluppo dell'industria locale del risparmio gestito (Tavola 1).

Il crescente peso dell'attività di gestione di portafoglio ha un chiaro significato prospettico

Tavola 1 - Anno 2010. Industria del risparmio gestito (fondi e gestioni di portafoglio). Patrimonio gestito da società residenti (in miliardi di euro), in percentuale del PIL e peso percentuale degli investitori istituzionali. Quota delle attività finanziarie delle famiglie investita in fondi pensione e assicurazioni vita.

Fonte: Efama, Eurostat

	Mld €	% PIL	% investitori istituzionali	% att. finanz. famiglie in fondi pensione e ass. vita
Italia	670	43	52	17
Germania	1.496	60	61	33
Francia	2.904	150	66	34
Regno Unito	4.599	270	78	52

E' evidente, infatti, che le probabilità di successo di un percorso di sviluppo del comparto italiano dipendono in maniera cruciale dalla crescita degli investitori istituzionali. Ed è altrettanto evidente che, sotto questo profilo, l'Italia occupa ancora una posizione di retrovia.

La prevista riduzione del tasso di sostituzione delle pensioni pubbliche, che colpirà le future generazioni di pensionati, dovrebbe essere di stimolo all'incremento del risparmio previdenziale e spingere in questo modo a colmare il divario. Tuttavia rimane ancora molta strada da fare, sia per quanto riguarda la sensibilizzazione dei lavoratori, in particolare di quelli più giovani, sia per quanto attiene agli incentivi economici.

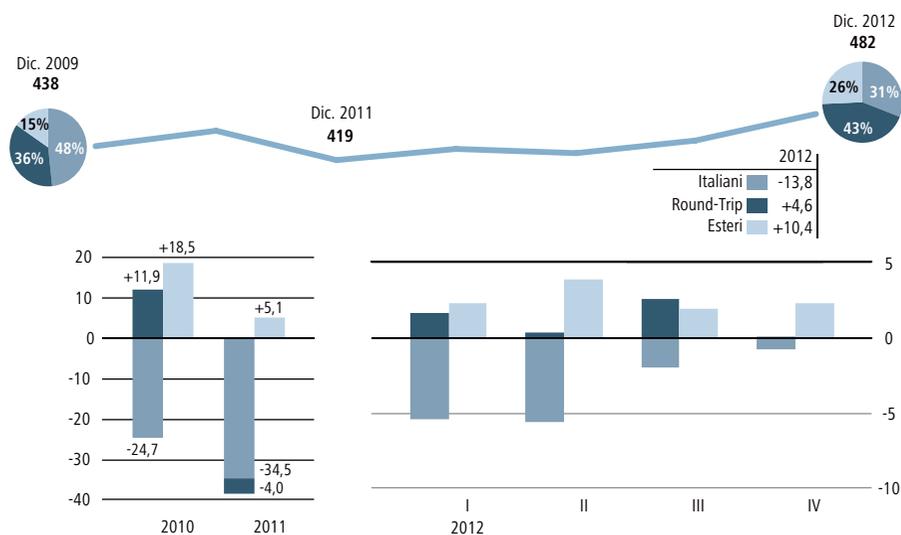
I fondi aperti

A fine 2012 il patrimonio complessivo dei fondi aperti risulta di poco superiore ai 480 miliardi di euro, pari al 40% del totale dell'industria della gestione. Il 70% di queste masse sono appannaggio di fondi istituiti all'estero²

da parte di società di gestione italiane o facenti parte di gruppi italiani (c.d. fondi *round-trip*, 43%), oppure da gruppi di gestione esteri (fondi esteri puri, 26%). Il rimanente 31% è rappresentato da fondi istituiti in Italia (Figura 6).

Figura 6 - Fondi aperti. Patrimonio gestito e raccolta per diritto del prodotto (miliardi di euro). Anni 2010-2012.

Fonte: Assogestioni



Nel corso del 2012 i prodotti istituiti nel nostro Paese hanno subito riscatti in tutti i trimestri, in particolare nei primi due, quando era ancora robusto presso le reti bancarie l'effetto di spiazzamento generato dalla pressione sulla raccolta diretta (-13,8 miliardi). Per converso i fondi esteri, in particolar modo quelli puri, hanno beneficiato di una raccolta netta costantemente positiva. Nel complesso i due flussi si sono bilanciati e il risultato netto dell'anno si è attestato in territorio positivo a +1,2 miliardi.

Il differente segno dei flussi sulla base della giurisdizione del prodotto è una caratteristica quasi costante del mercato dei fondi degli ultimi dodici anni. Ciò ha dato luogo a un lungo processo di ricomposizione tipologica,

² Prevalentemente in Lussemburgo (82%), ma anche in Irlanda (10%) e Francia (7%).

che ha visto il peso dei prodotti italiani passare dall'88% della fine del 1999 all'odierno 30% (Figura 7).

Figura 7 - Fondi aperti. Patrimonio gestito e raccolta per diritto del prodotto (in miliardi di euro). Anni 2000-2012.

Fonte: Assogestioni



Questa lunga fase recessiva ha avuto origini complesse e molteplici. Semplificando, queste possono essere classificate a seconda che abbiano avuto una rilevanza *interna* all'industria italiana, come ad esempio la *delocalizzazione* verso il Lussemburgo o lo *spiazzamento* da parte della raccolta diretta bancaria, oppure *esterna*, come la *competizione* dei fondi esteri.

LE ORIGINI DEL DECLINO DEI FONDI DI DIRITTO ITALIANO

A partire dalla fine degli anni '90 i grandi gruppi bancari italiani, pur avendo il controllo della maggioranza delle società di gestione del Paese, hanno dato un forte impulso allo sviluppo del *business* dei fondi lussemburghesi e irlandesi. Su di essi le banche hanno indirizzato buona parte dei flussi della clientela italiana³, agevolate in questo dalle norme sul passaporto europeo, dando così inizio a una progressiva erosione dei prodotti da loro stesse istituiti nel nostro Paese.

Alla fine del 2012 il Lussemburgo risultava la principale piazza di domiciliazione dei fondi in Europa

Le motivazioni all'origine del processo di *delocalizzazione* verso i due principali *hub* europei sono state innanzitutto l'intenzione di beneficiare di un clima regolamentare e di un mercato dei servizi che, soprattutto all'epoca, risultava molto più *business-friendly* di quello italiano. In particolare, erano apprezzate la snellezza delle procedure di autorizzazione dei nuovi prodotti, la rapidità nel recepimento del diritto comunitario con conseguenti opportunità di innovazione, la supervisione sensibile alle esigenze dell'industria, l'ampia disponibilità di servizi amministrativi e di supporto alla gestione. A tali motivazioni andavano inoltre aggiunte quelle di natura fiscale, consistenti in un regime di favore per i risparmiatori (tassazione sul realizzato) e per le società di gestione (minori imposte sugli utili).

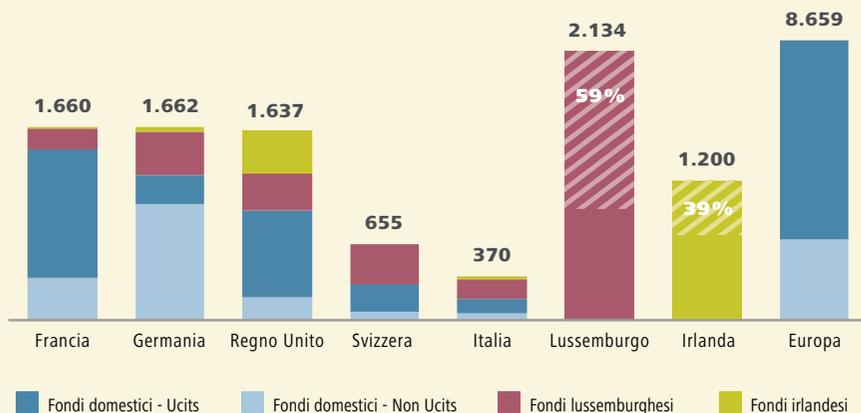
Sul finire del 2012 il Lussemburgo risultava la principale piazza di domiciliazione dei fondi in Europa con 2.300 miliardi di *asset*, due terzi dei quali gestiti da gruppi di gestione italiani, francesi, tedeschi, inglesi ed elvetici.

³ In tale circostanza risiede il significato originario dell'espressione fondi *round-trip*.

Lo spostamento di parte del *business* nel Granducato, e in misura minore in Irlanda, non è stato quindi un fenomeno esclusivamente italiano, ma nel nostro Paese si è verificato in maniera particolarmente accentuata (Figura 8).

Figura 8 - Patrimonio promosso (in miliardi di euro) suddiviso tra fondi Ucits e non Ucits e quota dei fondi *round-trip* del mercato dei principali paesi europei. Settembre 2012.

Fonte: Efama, Assogestioni, ALFI, IFIA



Riguardo alle origini *interne* della crisi dei fondi italiani, inoltre, va ricordato come nel corso degli anni 2000 nell'ambito della distribuzione bancaria si è andata sviluppando una forte competizione tra fondi e prodotti di raccolta diretta, dalla quale i primi sono spesso usciti penalizzati.

Questo *spiazzamento* era alimentato in origine da motivazioni di tipo reddituale. Anche grazie all'assenza di un *level playing field* regolamentare, soprattutto in tema di trasparenza informativa e di commercializzazione, il fatto che gli incentivi al collocamento dei fondi fossero più bassi rispetto a quelli riconosciuti per la vendita di obbligazioni strutturate o polizze ha avuto l'effetto indiretto di spostare l'allocazione del risparmio delle famiglie dai primi alle seconde.

Successivamente, con l'avvento della crisi del 2008, questo fenomeno si è ulteriormente accentuato soprattutto tra le banche maggiormente esposte ai mercati, per le quali ha assunto una caratteristica di particolare urgenza data la necessità di incrementare il *funding* (depositi e obbligazioni) attraverso i canali *retail*.

Negli anni più recenti l'evoluzione del mercato dei servizi amministrativi, il miglioramento delle pratiche di vigilanza e il passaggio alla tassazione sul realizzato anche nel nostro Paese (nel luglio del 2011) hanno eroso, in parte, gli incentivi alla delocalizzazione.

Sembra invece destinato a durare il potenziale effetto di spiazzamento a danno dei fondi italiani presso lo sportello bancario. Ciò a causa della permanenza di un elevato grado di integrazione verticale delle SGR bancarie⁴, oltre che della più generale difficoltà a intercettare il risparmio dei clienti bancari *retail*, stante la prospettiva di futuri più stringenti vincoli alla struttura del passivo della banche previsti dai *liquidity standards* di Basilea III.

In questo quadro di particolare criticità si inserisce un terzo elemento, questa volta di rilievo *esterno*, che può ulteriormente aiutare a spiegare l'erosione della quota di mercato dei fondi italiani. Esso è rappresentato dalla *competizione* dei prodotti promossi da case estere, il cui livello di penetrazione è salito al 25% in dieci anni.

Forza e focalizzazione del *marketing*, competitività dell'offerta e richiamo all'indipendenza della gestione sono alcuni tra i principali motivi di questo rapido successo. In particolare gli operatori esteri hanno puntato alla clientela più sofisticata e con maggiori disponibilità economiche, indirizzando le proprie politiche commerciali verso le reti di promotori (dove l'incidenza dei fondi esteri puri si attesta intorno al 40% del collocato in fondi) e le divisioni di *private banking* delle banche italiane.

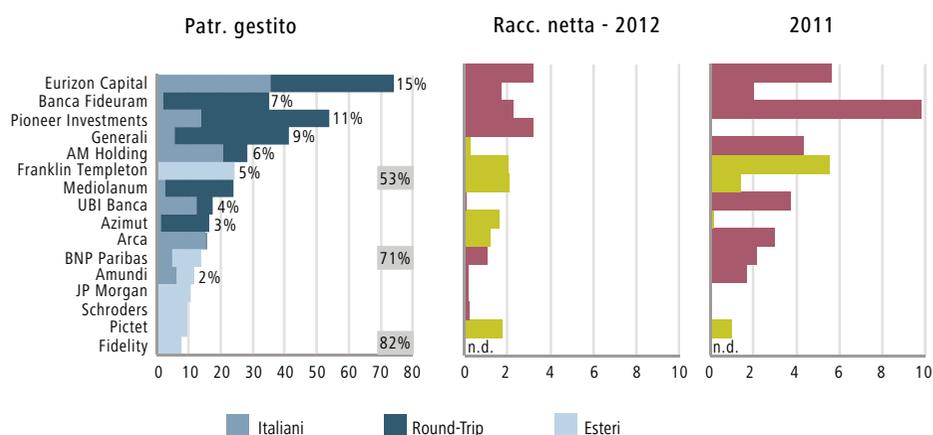
Di norma l'investimento in questa tipologia di prodotti avviene in forma indiretta, nell'ambito del servizio di gestione individuale di portafoglio, oppure tramite la sottoscrizione di fondi di fondi *multimanager*; sono inoltre diffuse anche forme di investimento diretto, soprattutto nell'ambito del servizio di consulenza.

⁴ La cui dipendenza dalla distribuzione intra-gruppo è stimata intorno all'85% (quota delle retrocessioni riconosciute a banche del gruppo sul totale).

I principali operatori per patrimonio gestito appartengono ai gruppi Intesa Sanpaolo (Eurizon Capital e Banca Fideuram gestiscono rispettivamente 74 e 35 miliardi), Unicredit (Pioneer Investments, 54 miliardi), Generali (41), AM Holding (28) e Franklin Templeton che, con 25 miliardi, si classifica primo operatore estero per livello di penetrazione nel nostro mercato (Figura 9).

Figura 9 - Patrimonio gestito (in miliardi di euro) a fine 2012 e raccolta netta annuale (in miliardi di euro) degli anni 2012-2011 dei fondi aperti suddivisi per diritto del prodotto dei primi 15 gruppi e relativa quota di mercato.

Fonte: Assogestioni



L'incidenza dei fondi *round-trip* è variabile e risulta particolarmente elevata nel caso di Banca Fideuram, Pioneer Investments, Generali⁵, Mediolanum e Azimut. Il segmento dei fondi aperti si rivela meno concentrato di quello delle gestioni di portafoglio: nel complesso i primi cinque gruppi rappresentano il 53% del totale.

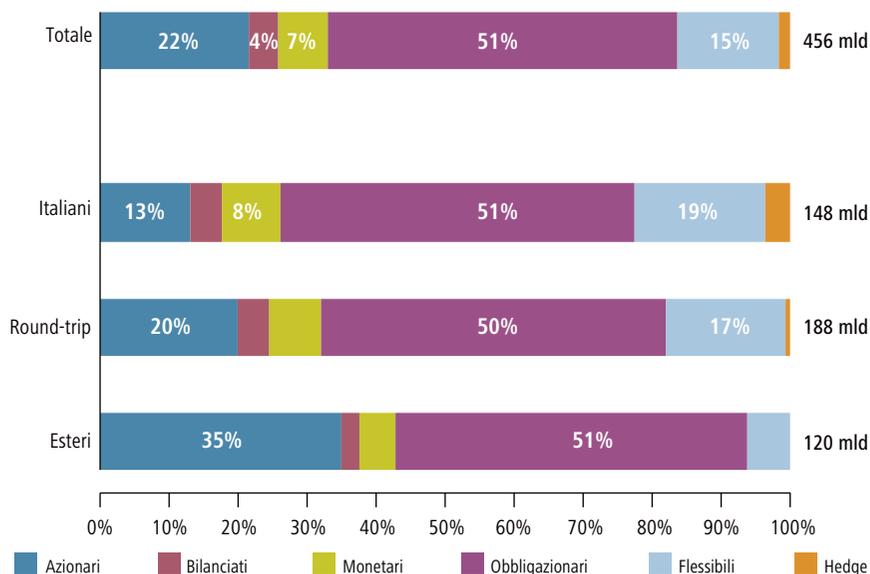
Tra 2011 e 2012 i dati di flusso relativi alle SGR bancarie mostrano un netto miglioramento, pur rimanendo in molti casi ancora in territorio negativo. Come spiegato in precedenza, la riduzione dei deflussi per questi gestori può essere spiegata dal ridimensionamento delle necessità di *funding* delle capogruppo.

⁵ Il 65% circa dei fondi di diritto estero computati nel dato del gruppo Generali sono sottoscritti da investitori residenti in Francia e Germania; questi sono stati inclusi in quanto promossi e gestiti dalla SGR italiana.

Per quanto riguarda la ripartizione per *asset class*, fondi obbligazionari, azionari e flessibili sono le macro-categorie maggiormente rappresentative del mercato, e in termini di patrimonio pesano rispettivamente il 51%, il 22% e il 15% del totale (Figura 10).

Figura 10 - Fondi aperti. Ripartizione per *asset class* e domicilio del prodotto. Dicembre 2012.

Fonte: Assogestioni

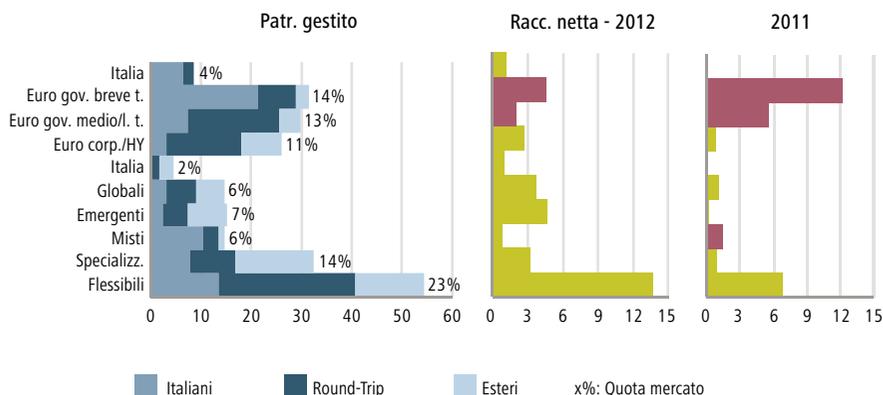


Il peso dei prodotti specializzati nel mercato obbligazionario è il medesimo per i fondi italiani, per quelli *round-trip* e per gli esteri puri. Una netta distinzione emerge invece per quanto riguarda il peso delle altre *asset class*: quello dei prodotti *equity* è rilevante tra i fondi esteri (35%), mentre scende fino al 13% tra quelli domestici dove, per converso, un peso maggiore risulta attribuito ai fondi flessibili e a quelli di mercato monetario (rispettivamente 19% e 8%).

Nell'ambito dei fondi obbligazionari, la raccolta dei tradizionali prodotti dell'area euro ha sofferto a causa dell'incertezza sull'esito della crisi del debito sovrano, soprattutto nella prima parte dell'anno. Al contrario hanno beneficiato di flussi positivi i fondi specializzati in altre aree di investimento, come i titoli *corporate*, gli *emerging market* e i mercati globali in generale (Figura 11).

Figura 11 - Fondi aperti. Patrimonio promosso (in miliardi di euro) delle categorie dei fondi obbligazionari suddivisi per domicilio del prodotto. Raccolta netta (in miliardi di euro) per gli anni 2012 e 2011.

Fonte: Assogestioni



Tra le categorie obbligazionarie che hanno dato maggiori soddisfazioni in termini di raccolta spicca in particolare quella dei prodotti flessibili: +13,7 miliardi nel 2012, un ulteriore miglioramento del buon risultato fatto registrare nell'anno precedente.

Questa categoria costituisce il segmento più rappresentativo dei fondi obbligazionari (23%). In essa risultano classificati, tra gli altri, i cosiddetti fondi *data target* (o "a scadenza") al cui successo è da attribuire per intero il dato positivo con cui la categoria ha chiuso l'anno.

Si tratta di prodotti che uniscono alla semplicità di un'obbligazione (una data di scadenza e lo stacco di una cedola periodica) i vantaggi del fondo comune (diversificazione, gestione professionale e controllo del rischio). Inoltre si caratterizzano per una forma innovativa anche sul fronte della remunerazione della rete distributiva, alla quale le commissioni vengono riconosciute per intero al momento del collocamento.

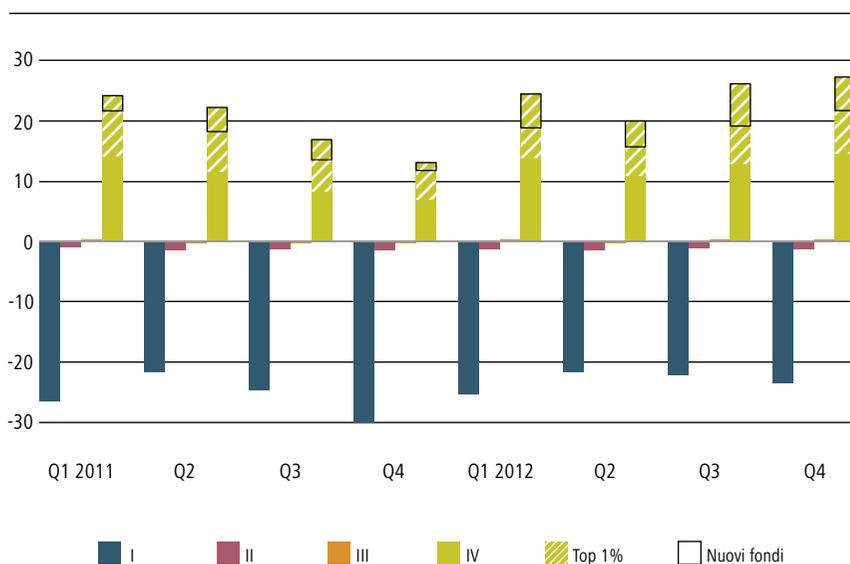
Il fenomeno di polarizzazione della raccolta, di cui sono stati protagonisti questi fondi nel corso del 2012, è un forte richiamo all'importanza dell'innovazione di prodotto e della capacità di adattamento alle mutate esigenze della clientela. Innovazione e flessibilità, infatti, possono generare opportunità di *business* che consentono di ottenere risultati in controtendenza anche in anni di crisi. A tale

proposito sarà interessante osservare come le società di gestione decideranno di muoversi in un probabile futuro contesto di tassi più bassi, circostanza che rende più difficile confezionare prodotti a cedola a meno di non voler incrementare l'esposizione al rischio oltre gli attuali livelli.

Il successo dei fondi *data target* è infine un chiaro esempio del cosiddetto effetto *blockbuster*: analizzando i dati di raccolta a livello di fondo, si nota che *in qualsiasi periodo di osservazione* esiste una quota del 25% di fondi che beneficia della quasi totalità dei flussi, e che la metà di questi si concentra sull'1% dell'offerta (Figura 12).

Figura 12 - Fondi aperti. Distribuzione della raccolta lorda trimestrale (in miliardi di euro) per quartili con indicazione del 99-esimo percentile. Anni 2011-2012.

Fonte: Assogestioni



I fondi chiusi immobiliari

A fine 2012 il totale delle attività dei fondi immobiliari censiti da Assogestioni è di 42 miliardi di euro, pari al 4% del totale dell'industria. Questi prodotti sono caratterizzati dal frequente ricorso alla leva: il patrimonio netto ammonta a 25 miliardi e quindi l'indebitamento medio è pari al 40% dell'attivo⁶.

⁶ Sulla base dei limiti previsti dal regolamento della Banca d'Italia il massimo teoricamente raggiungibile è il 60%. A fini comparativi con gli altri prodotti di risparmio gestito, la presenza della leva suggerisce l'utilizzo del totale dell'attività in luogo del patrimonio netto.

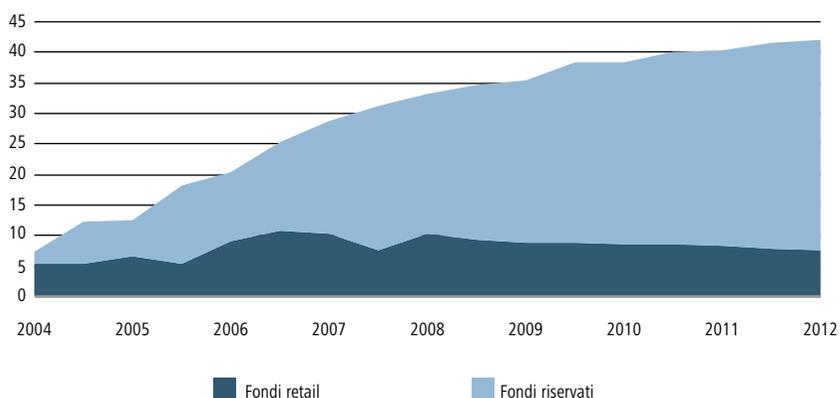
Il comparto risulta dominato dai fondi riservati agli investitori istituzionali: si tratta di oltre 160 prodotti che rappresentano più dell'80% delle attività complessive e che nella maggior parte dei casi sono stati costituiti mediante apporto. Una parte di questi (10%) è rappresentato da fondi immobiliari *speculativi* che possono derogare, tra gli altri, ai limiti generali di indebitamento previsti per la categoria. Il rimanente 20% del mercato è rappresentato da fondi *retail* quotati in borsa e costituiti secondo modalità ordinarie.

Come documentato dalla **Figura 13**, il peso dei prodotti istituzionali è cresciuto in maniera costante nel corso degli anni. Per converso i prodotti *retail*, dopo aver attraversato una prima fase di affermazione presso il pubblico dei risparmiatori durata all'incirca fino al 2006, hanno successivamente perso la propria capacità attrattiva.

Il ruolo dei fondi immobiliari istituzionali è cresciuto in maniera costante nel corso degli anni

Figura 13 - Fondi immobiliari. Totale delle attività (in miliardi di euro) con suddivisione tra fondi *retail* e riservati. Anni 2004-2012.

Fonte: Assogestioni



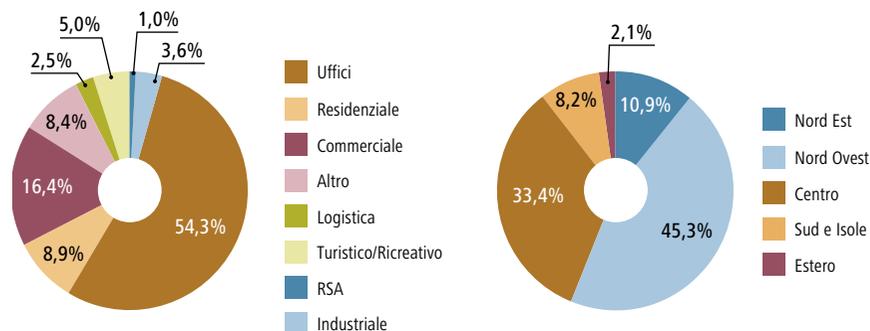
Le attività dei fondi immobiliari sono rappresentate per la maggior parte da immobili detenuti *direttamente* e da diritti reali immobiliari (90% il dato medio). Il peso dell'*investimento indiretto* attraverso partecipazioni di controllo in società immobiliari è mediamente pari al 2%, con punte del 5% tra i fondi *retail*. Il ricorso alle partecipazioni è invece meno frequente tra i fondi riservati, a causa della loro modalità di costituzione prevalente (l'apporto di immobili).

La ripartizione degli investimenti immobiliari per destinazione d'uso vede la prevalenza dei cespiti adibiti a uffici (54%) e di quelli commerciali (16%). La

ripartizione per area geografica è caratterizzata dalla prevalenza di immobili localizzati nell'area del Nord Ovest (45%) e nel Centro Italia (33%). In generale l'investimento all'estero risulta marginale e raggiunge valori medi di rilievo solo tra i fondi *retail* (6%, quasi tutto indiretto tramite partecipazioni di controllo in società immobiliari).

Figura 14 - Fondi immobiliari. Totale delle attività ripartite per destinazione d'uso e area geografica. Giugno 2012.

Fonte: Assogestioni



Sulla base del censimento dell'associazione, i principali operatori del mercato dei fondi immobiliari italiani sono IDeA FIMIT (22% degli attivi), Generali Immobiliare Italia (13%), BNP Paribas Real Estate Investment Management Italy, Prelios e Investire Immobiliare. Queste prime cinque società gestiscono più di 27 miliardi di attivi e rappresentano quasi due terzi del mercato (Figura 15).

Per quanto riguarda la dinamica della raccolta, nel corso del 2012 i fondi immobiliari hanno acquisito nuovo risparmio per circa 1,5 miliardi attraverso il lancio di nuovi prodotti riservati. Per contro, sul fronte dei flussi in uscita si prevede che nei prossimi anni (2013-2015) andranno a scadenza 53 fondi (di cui 16 *retail* quotati) per un totale di attivi pari a circa 6 miliardi (Figura 16).

Alla luce della perdurante fase negativa del mercato immobiliare, caratterizzato da un generale calo delle compravendite che ha colpito anche i segmenti di maggior interesse per il settore (terziario e commerciale in particolare), il modo in cui i processi di liquidazione saranno gestiti costituirà un'importante prova di maturità del settore della gestione immobiliare. Settore che, come è stato

Figura 15 - Fondi immobiliari. Totale delle attività (in miliardi di euro) dei primi 15 gruppi con suddivisione tra fondi retail e riservati. Giugno 2012.

Fonte: Assogestioni

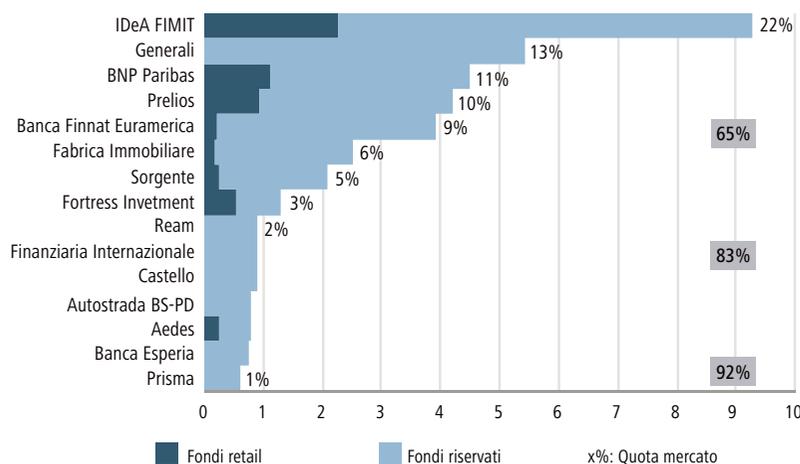
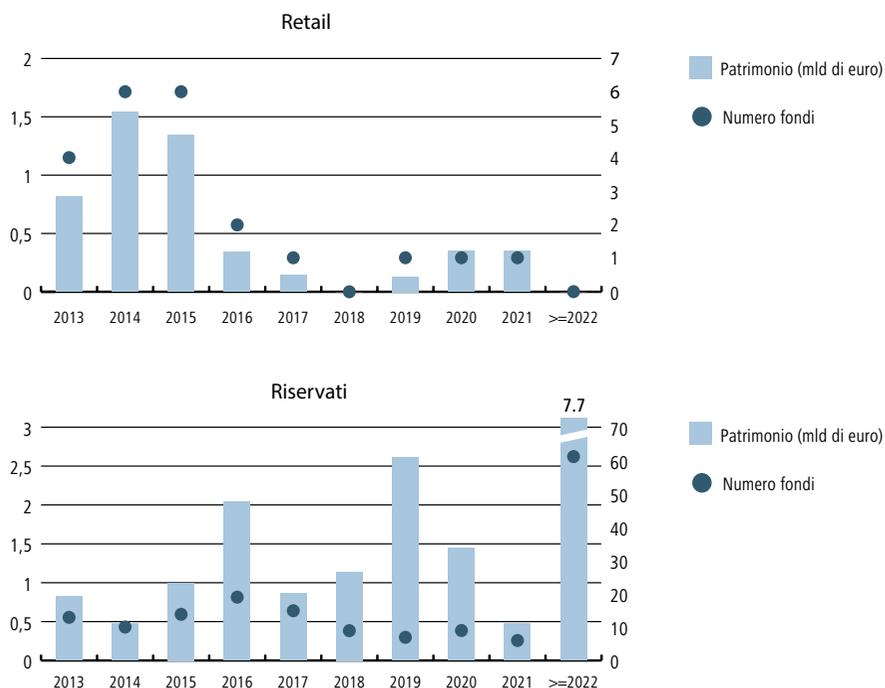


Figura 16 - Patrimonio dei fondi immobiliari retail e riservati in scadenza (in miliardi di euro, a sx) e numero dei fondi immobiliari in scadenza (a dx).

Fonte: Assogestioni



mostrato, si candida a ricoprire un ruolo di sempre maggior rilievo nei servizi per la clientela istituzionale, in analogia con quanto si sta verificando nel segmento delle gestioni mobiliari.

Conclusioni

Crescita del risparmio istituzionale, rafforzamento dei fondi esteri, spiazzamento da parte della raccolta diretta delle banche, innovazione di prodotto. Sono questi alcuni dei principali fenomeni che stanno caratterizzando il mercato italiano del risparmio gestito degli ultimi anni, e che ne stanno sempre più fortemente modificando struttura e dinamiche interne.

Nonostante sia difficile fare previsioni su quali saranno gli esiti di questa evoluzione, è possibile affermare che molto dipenderà dall'atteggiamento dell'industria italiana e dalla sua capacità di cogliere le opportunità di mercato che emergono anche e soprattutto nei periodi di crisi.

A fronte di una ridefinizione dei bisogni e dei confini stessi della clientela, di una crisi che ha assottigliato i flussi di risparmio, di un assetto regolamentare dei mercati e dei servizi finanziari che è ormai quasi interamente determinato a livello europeo, oggi gli operatori sono chiamati a un ulteriore sforzo di innovazione e di ridefinizione del proprio ruolo, che deve necessariamente passare dal rilancio del valore della gestione professionale del risparmio come strumento per ridare spunto e vigore alla crescita del Paese.

Il mercato degli investimenti socialmente responsabili e i trend internazionali in atto

Manuela Mazzoleni

Se è vero che, nel corso degli ultimi anni, gli eccessi e le deformazioni della cosiddetta "ingegneria finanza" hanno dimostrato tutti i limiti e i rischi di questo tipo di approccio al mercato, dall'altra parte è anche vero che la "terapia d'urto" della crisi ha stimolato istituzioni, operatori e risparmiatori a guardare in modo diverso agli investimenti, ricercando standard di qualità più elevati e stringenti. Il percorso per lo sviluppo degli investimenti socialmente responsabili (ISR) è tracciato, e anche in Italia sono ormai molte le realtà che offrono soluzioni per accedere al mercato in modo etico e socialmente sostenibile.

La crisi finanziaria degli ultimi cinque anni ha portato le autorità e i mercati a guardare con interesse crescente al settore della "finanza sostenibile", genericamente definita come quell'insieme di prodotti e attività d'investimento che perseguono un equilibrio tra criteri finanziari tradizionali e valutazioni di carattere etico, sociale, ambientale e di corretta governance dell'impresa. Indicazioni in questo senso ci giungono sia da progetti normativi elaborati dalle principali istituzioni nazionali ed europee, sia da parte delle associazioni attive nel nostro Paese, sia dall'osservazione dei dati di mercato (sebbene con un quadro non sempre omogeneo).

Nel 2011 la Commissione europea ha indirizzato al Parlamento e al Consiglio europei una comunicazione intitolata "*Una strategia rinnovata per il 2011-2014 per la Corporate Social Responsibility*". La comunicazione propone un impegno articolato per promuovere l'investimento socialmente responsabile (ISR) in tutti i settori e creare un contesto - anche normativo - che incoraggi e favorisca l'ISR attraverso una maggiore *disclosure*, la *peer review* delle politiche nazionali per l'ISR, una compensazione delle politiche virtuose e, infine, una maggiore integrazione dei criteri ISR negli ambiti dell'educazione e della ricerca.

Nella comunicazione, inoltre, viene fatto specifico riferimento al settore dell'*asset management*: la Commissione europea, infatti, invita *asset manager* e fondi pensione a sottoscrivere i principi UNPRI (*United Nations Principles for Responsible Investment*) e giunge ad ipotizzare misure normative per rendere obbligatoria la comunicazione riguardo l'adozione o meno di criteri ISR. Nello stesso contesto, inoltre, la Commissione ha formulato anche una proposta legislativa per un regolamento che definisca una nuova tipologia di fondi, gli *European Social Entrepreneurship Funds* (Eusef), caratterizzati da un prevalente orientamento ISR. Entrambe le iniziative rappresentano un importante passo verso una normativa europea attenta a creare un contesto favorevole allo sviluppo di un nuovo concetto di finanza, che sia maggiormente sensibile alle ricadute extra-finanziarie delle proprie azioni e più sostenibile nel lungo periodo.

*L'interesse per la
finanza sostenibile
è in costante
crescita all'interno
dell'Unione europea*

A livello nazionale, l'attenzione del regolatore verso la finanza sostenibile si è manifestata al momento dell'approvazione della Legge di Stabilità varata a fine 2012, che prevede l'esenzione dalla Tobin Tax per i prodotti e i servizi qualificati come "etici".

In questo contesto di crescente attenzione, anche le associazioni di categoria degli operatori finanziari (Abi, Ania e Assogestioni, coordinate dalla federazione FEBAF) hanno curato la stesura di una "*Carta dell'investimento responsabile della finanza italiana*", firmata alla presenza del Ministro dell'Ambiente Corrado Clini.

Questo documento riconosce l'importanza di integrare le logiche che indirizzano le scelte delle istituzioni finanziarie con una prospettiva di **sviluppo sostenibile**, intesa come ricerca di un equilibrio tra le dimensioni sociali, economiche e ambientali nelle scelte di investimento.

Le associazioni firmatarie hanno voluto in questo modo riaffermare l'impegno comune a diffondere la **cultura della sostenibilità e della responsabilità sociale**, sia presso i propri associati che intendono adottare strategie di investimento socialmente responsabile, sia all'interno della *business community*, favorendo la diffusione di pratiche di finanza sostenibile e responsabile.

La Carta contiene tre principi base:

- **Investimenti sostenibili e responsabili.** La Carta confida che gli investitori istituzionali guardino con crescente attenzione alle variabili extra-finanziarie ambientali, sociali e di *governance* (*Environmental, Social, Governance - ESG*), così da assumerle come parte qualificante dell'analisi e dei processi d'investimento per conto proprio e di terzi. Ciò è in linea con la nuova strategia

della Commissione europea, secondo cui gli investitori possono contribuire a una più efficiente allocazione del capitale e a un più completo raggiungimento degli obiettivi d'investimento di lungo periodo prendendo adeguatamente in considerazione le informazioni extra-finanziarie e integrandole nelle loro decisioni di investimento.

- **Trasparenza.** Le informazioni extra-finanziarie costituiscono un importante elemento di *accountability* che, nell'attuale contesto di riferimento, può contribuire ad incrementare la fiducia negli operatori. La Carta esprime quindi l'auspicio che la *disclosure* di queste informazioni sia sempre più efficace e diffusa.
- **Ottica di medio-lungo periodo.** L'obiettivo strategico della sostenibilità dello sviluppo impone un cambiamento culturale, che guardi anche agli effetti di medio-lungo termine delle scelte d'investimento. Nella Carta si confida quindi in un'adeguata valorizzazione da parte degli intermediari e delle istituzioni di questa prospettiva, sia nella fase di allocazione dei propri patrimoni e dell'offerta di investimenti, sia in quella di definizione dei sistemi di incentivazione dei manager.

Anche a livello comunitario l'associazione europea del risparmio gestito (EFAMA) e altre associazioni nazionali hanno rinnovato il proprio impegno a sostegno dell'investimento socialmente responsabile, attraverso la pubblicazione di un *position paper* dedicato a questo tema. Il documento riafferma i principi condivisi - come la definizione di investimenti responsabili, la volontarietà dell'adesione dai parte degli operatori e degli investitori, la definizione degli obblighi di trasparenza nei confronti dei risparmiatori - e presenta un'utile *review* dello stato dell'arte dell'investimento responsabile nei Paesi membri.

A fronte di questo fermento a livello istituzionale e regolamentare, il mercato europeo sta registrando un trend di crescita positivo, confermato sia dai dati raccolti da Eurosif (il forum europeo che riunisce tutte le associazioni nazionali che si occupano di finanza sostenibile) sia da altre fonti autorevoli.

Nel suo rapporto biennale, in particolare, Eurosif individua sette diverse categorie di investimenti responsabili:

- **Investimenti sostenibili:** investimenti a temi legati allo sviluppo della sostenibilità (ad esempio le energie rinnovabili);
- **Selezione "best in class":** approccio secondo il quale l'investitore considera l'universo investibile e al suo interno pesa o seleziona l'oggetto dell'investimento, secondo la sua performance in materia ambientale, sociale e di *governance* (ESG - *Environmental, Social, Governance*);

- **Selezione "norm based":** *screening* degli investimenti sulla base del livello di compliance a standard e norme internazionali (ad esempio l'adesione ai principi ESG, come definiti dalle Nazioni Unite);
- **Esclusione:** l'investitore esclude *asset* specifici o classi dall'universo investibile;
- **Integrazione dei fattori ESG:** l'analisi finanziaria utilizzata per la valutazione e la selezione dell'oggetto degli investimenti integra in modo sistematico le valutazioni extra-finanziarie (ESG) nei processi di selezione;
- **Engagement:** azionariato attivo da parte dell'investitore e coinvolgimento di lungo periodo, nel tentativo di influenzare le pratiche delle società oggetto d'investimento;
- **Impact investment:** investimenti in società che possono avere un impatto positivo diretto sulla società e l'ambiente.

Le cifre raccolte evidenziano un'espansione del mercato europeo dell'ISR per tutte le tipologie nelle quali si declina questa scelta di investimento. Lo studio, infatti, nel biennio 2009-2011 registra un tasso di crescita del comparto maggiore rispetto all'intero mercato del risparmio gestito, con tassi che nell'ultimo biennio vanno dal +8% dell'*engagement* al +54% della selezione Norm Based¹.

Il trend positivo si conferma anche analizzando soltanto l'insieme dei fondi ISR dedicati agli investitori *retail*², che nell'ultimo triennio mostrano una crescita significativa degli *asset* in gestione da parte dei fondi ISR domiciliati in Europa (+49%, +12% e +12% rispettivamente nel 2010, 2011 e 2012), per un totale nel 2012 di 95 miliardi di euro e 884 fondi.

Un dato trasversale rispetto a tutte le tipologie d'investimento e a tutti i mercati, in Europa come in Italia, è la prevalenza significativa degli investitori istituzionali, che rappresentano il 94% del totale degli *asset* in gestione a livello continentale.

Lo studio, inoltre, evidenzia una crescente consapevolezza in tema di SRI da parte dei **fondi pensione**, da un punto di vista sia culturale sia tecnico: l'adozione di benchmark SRI appare ormai una delle pratiche maggiormente diffuse, e qualche progresso è stato compiuto anche sul fronte dell'*engagement*.

¹ Fonte: Eurosif, *Europeana SRI Study*, 2012

² Fonte: Vigeo, *Green Social and ethical funds in Europe*, 2012

In questo contesto si possono comprendere meglio le cifre relative all'Italia, utilizzando sia i dati elaborati da Assogestioni sia quelli raccolti da Vigeo, da cui risulta una situazione di stabilità nel totale degli *asset* (non superiore ai 2 miliardi di euro) e una raccolta che complessivamente, nell'ultimo triennio, non si è scostata di molto dal *trend* del settore nel suo insieme, sia nelle fasi positive sia in quelle negative.

Complessivamente lo sviluppo del mercato nazionale resta dunque limitato, anche a causa della storica debolezza del comparto istituzionale. Segnali incoraggianti giungono tuttavia dal lato dell'offerta, che si sta muovendo anche nel nostro Paese in direzione di una maggiore attenzione alle tematiche ISR.

In particolare, hanno contribuito alla crescita le scelte d'investimento di alcune delle principali società di gestione presenti oggi in Italia. Soltanto per citare alcuni degli ultimi esempi, accanto a realtà ormai storiche e molto focalizzate sull'ambito ISR come ad esempio Etica SGR, nel 2011 Pioneer Investments (la casa di gestione del Gruppo Unicredit) ha adottato una policy finalizzata a escludere dal portafoglio dei fondi con una gestione attiva le imprese coinvolte nella produzione di armi controverse, come le mine antiuomo e le munizioni *cluster*. Il Gruppo Generali, invece, nel 2010 ha scelto di applicare a tutti i propri fondi rigorosi filtri SRI per la selezione degli investimenti, utilizzando come criterio di valutazione i principi sanciti dall'United Nations Global Compact.

Nell'insieme, quindi, si può affermare che i principi della finanza sostenibile attraggono oggi sempre più l'attenzione degli investitori e degli operatori, e contribuiscono a dare una risposta alla ricerca di un maggiore equilibrio nelle proprie scelte d'investimento, aiutandoli a ottenere un ritorno positivo, stabile e sostenibile nel lungo periodo.





Cape Town, Sudafrica
Onde oceaniche

EVOLUZIONE NORMATIVA

Le principali novità introdotte dalla disciplina primaria e secondaria di recepimento della UCITS IV

Roberta D'Apice

Nel recepire le disposizioni contenute nella direttiva UCITS IV, il decreto legislativo n. 47 del 16 aprile 2012 e la disciplina secondaria di riferimento innovano le regole del gioco nel settore dei fondi comuni di investimento, introducendo misure volte a promuovere una maggiore integrazione a livello europeo del mercato italiano del risparmio gestito, attraverso regole che agevolano l'operatività transfrontaliera delle società di gestione.

Il decreto legislativo 16 aprile 2012, n. 47¹ (di seguito, il "Decreto") ha ridefinito alcuni aspetti della disciplina del servizio di gestione collettiva del risparmio, in attuazione di quanto previsto dall'art. 6 della legge comunitaria 2010, sul recepimento della direttiva 2009/65/CE in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (di seguito, la "direttiva UCITS IV"). Il Decreto è entrato in vigore il 13 maggio del 2012.

La linea metodologica seguita dal legislatore per recepire la direttiva UCITS IV ha previsto l'inserimento nel TUF delle sole disposizioni di applicazione generale contenute nella direttiva, demandando, ove possibile, alla regolamentazione secondaria di competenza della Banca d'Italia e della Consob, la disciplina dettagliata degli aspetti tecnici contenuti sia nella direttiva UCITS IV sia nelle direttive di secondo livello.

La disciplina secondaria di attuazione della UCITS IV è entrata in vigore il 16 maggio 2012, ad eccezione della disciplina in materia di banca depositaria di OICR e fondi pensione che è entrata in vigore il 13 maggio del 2012^{2,3}. La

¹ Pubblicato nel Supplemento ordinario n. 86/L alla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie Generale n. 99 del 28 aprile 2012.

² Dall'entrata in vigore del Provvedimento della Banca d'Italia sono abrogati i seguenti provvedimenti della Banca d'Italia: (i) Comunicazione in materia di Fondi di mercato monetario. Statistiche, Bollettino di Vigilanza n. 2 del 2002, pag. 4; (ii) Provvedimento del 14 aprile 2005, recante il Rego-

disciplina secondaria accoglie molte delle istanze rappresentate dall'industria nel Documento Conclusivo della *Task Force* Assogestioni per l'attuazione della UCITS IV (di seguito *Task Force UCITS IV*).

In via generale le principali novità introdotte dalla disciplina di attuazione della UCITS IV possono essere suddivise a seconda che riguardino: la definizione di gestione collettiva e le attività esercitabili dalle SGR, l'operatività transfrontaliera, le strutture e le vicende degli OICR, la distribuzione degli OICR, l'informativa nei confronti degli investitori, l'operatività delle SGR e delle banche depositarie, l'assetto organizzativo delle SGR e delle SICAV.

Definizione di gestione collettiva e attività esercitabili dalle SGR

Il Decreto allinea le attività che compongono il servizio di gestione collettiva alle corrispondenti previsioni comunitarie, includendo nella definizione di "gestione collettiva del risparmio" l'attività di commercializzazione di OICR propri, prima considerata, insieme alla commercializzazione di OICR di terzi, attività aggiuntiva alla prestazione del servizio di gestione collettiva ai sensi del previgente art. 33 del TUF.

In secondo luogo modifica il comma 1 dell'art. 33 del TUF, che individua i soggetti abilitati a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio: introducendo nel nostro ordinamento il cosiddetto "passaporto pieno" del gestore, il Decreto ha riconosciuto la possibilità per una società di gestione armonizzata di istituire (oltre che gestire) fondi comuni d'investimento armonizzati in Italia⁴.

lamento sulla gestione collettiva del risparmio e successive modifiche e integrazioni contenute nei Provvedimenti del 21 giugno 2007, 27 febbraio 2008 e 16 dicembre 2008; (iii) Comunicazione del 30 dicembre 2005, in materia di chiarimenti al Regolamento del 14 aprile 2005; (iv) Comunicazione del 15 settembre 2006, in materia di chiarimenti al Regolamento del 14 aprile 2005; (v) Comunicazione del 22 giugno 2007, in materia di offerta in Italia di parti di fondi comuni esteri armonizzati; (vi) Comunicazione del 3 luglio 2007, in materia di errori di valorizzazione delle quote; (vii) Regolamento del 16 dicembre 2008 recante norme attuative delle disposizioni di cui all'art. 14, commi 6, 7, 8 e 9, del decreto legge 29 novembre 2008, n. 185; (viii) Comunicazione del 30 dicembre 2011, in materia di modifiche alla definizione di fondi di mercato monetario contenuta nel Regolamento BCE n. 883/2011. Dall'entrata in vigore del 12° Aggiornamento della Circolare della Banca d'Italia deve altresì considerarsi abrogato il Capitolo 5 (Assunzione dell'incarico di Banca depositaria) del Titolo V delle Istruzioni di vigilanza per le banche (Circolare n. 229 del 21 aprile 1999).

³ Un apposito regime transitorio è stato previsto, oltre che dal Decreto, dalla Deliberazione della Consob, dal Provvedimento della Banca d'Italia e dal 12° Aggiornamento della Circolare di Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006.

⁴ La riserva di attività prevista dall'art. 33 del TUF è assistita dalla sanzione penale di cui all'art.

*Il Decreto include
nella "gestione
collettiva
del risparmio"
l'attività di
commercializzazione
di OICR propri*

Nell'ambito delle attività esercitabili dalle SGR, il Decreto, in conformità alla direttiva UCITS IV, integra l'art. 33, comma 2, lett. d), del TUF, estendendo l'oggetto dei servizi accessori di custodia e amministrazione eventualmente prestati da una SGR anche con riferimento alle quote di OICR di altrui, oltre che di propria, istituzione.

Disposizioni sull'operatività transfrontaliera

Il Decreto modifica rispettivamente gli articoli 41 e 41-bis del TUF, al fine di recepire le novità introdotte dalla direttiva UCITS IV sul passaporto del gestore che, come noto, consente a una SGR italiana di prestare in uno stato membro diverso dall'Italia e, corrispondentemente, a una società di gestione armonizzata di prestare in Italia le attività per le quali queste società sono autorizzate ai sensi delle disposizioni comunitarie.

In particolare il Decreto integra l'art. 41, comma 2, lett. a), del TUF sull'operatività all'estero delle SGR, là dove specifica che le norme di attuazione delle disposizioni comunitarie stabilite con regolamento dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, consentono alle SGR di prestare negli stati comunitari le attività per le quali sono autorizzate in Italia ai sensi della direttiva, ivi inclusa "l'istituzione di fondi comuni d'investimento armonizzati", riconoscendo in tal modo il passaporto pieno del gestore.

Il Decreto modifica, altresì, l'art. 41-bis del TUF sull'operatività in Italia delle società di gestione armonizzate (cosiddette "SGA"). La novella è volta a stabilire che le società di gestione armonizzate, che intendono istituire e gestire in Italia un fondo comune di investimento armonizzato, sono tenute a rispettare tutte le regole applicabili ai fondi comuni d'investimento contenute nel TUF e nei relativi regolamenti di attuazione, nonché – ove operino in Italia mediante succursale – le regole di condotta contenute nell'art. 40 del TUF.

L'art. 41-bis del TUF, poi, coerentemente con il dettato comunitario in materia, specifica che le società di gestione armonizzate che svolgono in Italia, mediante

166 del TUF e, a seguito delle modifiche apportate dal Decreto, dalla sanzione amministrativa di cui all'art. 190, comma 1 del TUF. Tale sanzione si applica, infatti, in forza del richiamo operato alla norma di cui all'art. 33, comma 1, TUF, tra l'altro, in caso di esercizio abusivo del servizio di gestione collettiva del risparmio

lo stabilimento di succursali, le attività a cui queste sono autorizzate dalle disposizioni comunitarie, devono osservare le regole di condotta dettate nell'ordinamento italiano. Le società di gestione armonizzate sono altresì soggette ai poteri di vigilanza informativa della Banca d'Italia e della Consob.

Infine il Decreto ha modificato la nozione di "soggetti abilitati", di cui all'art. 1 del TUF, specificando che le società di gestione armonizzate rientranti in questa nozione sono solo quelle munite di succursale in Italia.

Per quanto attiene la disciplina secondaria, le relative disposizioni comunitarie sono state recepite rivisitando il Titolo VI (Operatività transfrontaliera) del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio per quanto riguarda l'operatività all'estero delle SGR italiane, l'operatività in Italia delle società di gestione armonizzate.

In tale ambito sono state individuate le norme del nostro ordinamento che le SGR e le società di gestione armonizzate devono rispettare nei casi di operatività in regime di libera prestazione di servizi, attraverso lo stabilimento di una succursale o di istituzione di un OICR in un altro paese.

Offerta in Italia di quote di fondi comuni di investimento comunitari ed extracomunitari

Per quanto attiene la disciplina primaria contenuta nel TUF, il Decreto modifica l'art. 42 in materia di offerta in Italia di quote di fondi comuni di investimento armonizzati e non armonizzati, distinguendo la disciplina dell'offerta in Italia di quote di fondi comuni d'investimento comunitari armonizzati (cioè rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva UCITS IV e delle relative disposizioni di attuazione) dalla disciplina dell'offerta in Italia di fondi comuni d'investimento comunitari non armonizzati e di quote di fondi comuni d'investimento extracomunitari.

Il Decreto anzitutto elimina dall'art. 42 del TUF il termine di due mesi decorsi i quali era possibile, secondo la disciplina previgente, procedere alla commercializzazione in Italia di quote di fondi comuni d'investimento armonizzati, e attribuisce all'autorità dello stato di origine del fondo il compito di effettuare la relativa comunicazione. Ai fini di semplificazione operativa, e accogliendo

un'esplicita richiesta della *Task Force UCITS IV*, l'art. 42 prevede peraltro che la suddetta comunicazione debba essere effettuata a una sola autorità di vigilanza nazionale, che il Decreto individua nella Consob.

L'art. 42 del TUF, poi, esclude dall'applicazione delle regole sul passaporto del gestore, le società di gestione armonizzate che intendono offrire in Italia, senza stabilimento di succursali, quote o azioni di OICR comunitari armonizzati dalle stesse gestiti. La medesima disposizione precisa che l'offerta in Italia di quote di fondi comuni d'investimento comunitari non armonizzati ed extracomunitari è comunque subordinata alle regole sull'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita di cui agli articoli 93-*bis* e ss. del TUF e al Regolamento Emittenti della Consob.

A livello di disciplina secondaria, in relazione all'offerta in Italia di OICR comunitari armonizzati, sono stati introdotti nel Regolamento Emittenti gli artt. 19-*bis*, 19-*ter* e 19-*quater* che disciplinano la procedura di notifica e le modalità di esercizio in Italia dei diritti degli investitori, precedentemente disciplinate dal Regolamento della Banca dell'Italia del 14 aprile 2005. In tale contesto: (i) è stata semplificata, in linea con la disciplina comunitaria, la procedura di notificazione per la commercializzazione di OICR comunitari armonizzati in Italia; (ii) sono state semplificate le modalità di aggiornamento delle informazioni e dei documenti inviati in sede di prima notifica; (iii) è stato rivisitato, in una ottica di semplificazione, il modulo organizzativo (ora "modalità di esercizio in Italia dei diritti degli investitori") di cui gli OICR comunitari armonizzati si devono dotare per l'offerta in Italia.

Sempre in tema di offerta in Italia di OICR comunitari armonizzati, ma con riferimento alla disciplina sulle modalità di pubblicazione della documentazione d'offerta e sull'informativa nei confronti degli investitori: (i) è stato mantenuto l'obbligo di deposito presso la Consob della documentazione d'offerta (a eccezione dell'ipotesi in cui l'offerta sia rivolta esclusivamente nei confronti di investitori qualificati), consentendo tuttavia la trasmissione della documentazione in via telematica; (ii) sono state modificate, per esigenze di omogeneità normativa, le modalità di "messa a disposizione del pubblico" della documentazione d'offerta; (iii) è stato eliminato lo schema di modulo di sottoscrizione, individuando esclusivamente il suo contenuto minimo; (iv) è stata espunta la messa a disposizione presso la sede degli intermediari incaricati del collocamento delle relazioni annuali e semestrali, nonché ove non contenuti nel prospetto, del regolamento di gestione e dello statuto degli OICR; (v) è stato eliminato l'obbligo di comunicare tempestivamente ai partecipanti le informazioni relative agli OICR di nuova istituzione.

*Le nuove
disposizioni
semplificano
l'offerta in Italia
di quote
di fondi comuni
armonizzati*

Disposizioni sulle strutture e sulle vicende degli OICR

A livello di disciplina primaria, il Decreto introduce nel TUF il Capo III-*bis* (art. 50-*bis*) che contiene le norme generali di recepimento della direttiva UCITS IV in tema di strutture *master-feeder*. Trattasi di strutture che prevedono l'investimento totale o prevalente delle attività di un OICR (cosiddetto OICR *feeder*) in un altro OICR (cosiddetto OICR *master*).

Nonostante la disciplina UCITS IV regoli esclusivamente, per definizione, le strutture *master-feeder* in cui sia l'OICR *master* sia l'OICR o gli OICR *feeder* sono armonizzati, il legislatore nazionale, anche in accoglimento di una specifica richiesta della *Task Force* Assogestioni UCITS IV, consente non solo a OICR armonizzati, ma anche a OICR non armonizzati (italiani, comunitari ed extracomunitari) di costituire strutture di questo genere e di avvalersi così di nuovi modelli di articolazione dei prodotti.

E infatti il nuovo art. 1, comma 1, del TUF definisce, come "OICR *feeder*", l'OICR che investe le proprie attività totalmente o in prevalenza nell'OICR *master* e, come "OICR *master*", l'OICR nel quale uno o più OICR *feeder* investono totalmente o in prevalenza le proprie attività. Il riferimento generico di entrambe le definizioni all'"OICR" piuttosto che all'"OICR armonizzato" sembra dunque consentire agli OICR non armonizzati di partecipare, unitamente a OICR armonizzati, a strutture *master-feeder*, ovvero anche di costituire strutture *master-feeder* interamente composte di OICR non armonizzati.

L'art. 50-*bis* del TUF stabilisce che l'autorizzazione all'investimento dell'OICR *feeder* nell'OICR *master* sia rilasciata dalla Banca d'Italia al ricorrere di determinate condizioni individuate dalla predetta norma.

Agli OICR *master* e agli OICR *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 di cui all'art. 42 del TUF. L'art. 50-*bis* del TUF detta poi una specifica disciplina in tema di revisione legale degli OICR *master* e degli OICR *feeder*, nonché in tema di obblighi di comunicazione a carico della Banca d'Italia e della Consob.

La relativa disciplina secondaria, di cui al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, disciplina le strutture *master-feeder* armonizzate e anche quelle non armonizzate, formate cioè da OICR non sottoposti alla disciplina "UCITS". Prevede inoltre una disciplina per le strutture *master-feeder* transfrontaliere, in cui cioè gli OICR *master* e gli OICR *feeder* non sono insediati nello stesso paese.

Per quanto riguarda più propriamente le disposizioni concernenti le vicende degli OICR, il Decreto introduce nel TUF il Capo III-ter dedicato alle fusioni e scissioni di organismi di investimento del risparmio, recependo così la disciplina comunitaria sulla fusione di OICVM. Stante l'impostazione della regolamentazione comunitaria e sebbene la stessa riconosca ai singoli stati membri la possibilità di disciplinare liberamente le fusioni cosiddette meramente nazionali, il legislatore ha scelto di mantenere un'unica disciplina delle fusioni che coinvolgano OICR italiani, estendendo in linea generale alle fusioni cosiddette meramente nazionali le medesime regole previste, in recepimento della disciplina UCITS IV per le fusioni cosiddette transfrontaliere e per le fusioni cosiddette nazionali (denominate dal legislatore nazionale "fusioni transfrontaliere").

Il TUF quindi, all'art. 50-ter, delinea un'unica regolamentazione in tema di fusioni e scissioni di OICR, prevedendo alcune regole aggiuntive per le fusioni rilevanti ai sensi della direttiva UCITS IV e demandando alla Banca d'Italia, sentita la Consob, il compito di dare attuazione ai principi di carattere generale, con particolare riguardo alla procedura di autorizzazione.

A livello di disciplina secondaria, il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio: (i) individua le procedure per le operazioni di fusioni tra OICR comunitari, riconoscendo solo le tecniche di fusione disciplinate nel nostro ordinamento civilistico - fusione in senso stretto e fusione per incorporazione - e disciplinando espressamente la procedura di scissione. In tale ambito individua, altresì, le procedure per operazioni di fusioni e scissioni nazionali tra SICAV e tra SICAV e fondi comuni; (ii) alle fusioni meramente nazionali dispone l'applicazione di procedure di autorizzazione analoghe a quelle previste per le fusioni comunitarie. Tuttavia, in accoglimento di una specifica richiesta della *Task Force* Assogestioni, disciplina la possibilità che, al ricorrere di determinate condizioni (appartenenza dei fondi alla medesima categoria, politiche di investimento dei fondi compatibili, informativa ai partecipanti redatta secondo schemi riconosciuti dalla Banca d'Italia), le autorizzazioni alle fusioni o alle scissioni meramente nazionali siano rilasciate in via generale.

Sempre nell'ambito delle disposizioni relative alle vicende degli OICR, la disciplina di dettaglio contenuta nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio riduce da 90 a 40 giorni il termine minimo di sospensione dell'efficacia delle modifiche del regolamento relative alla sostituzione della SGR, ovvero che riguardano le caratteristiche del fondo o incidono negativamente sui diritti patrimoniali dei partecipanti, e amplia le fattispecie in cui i regolamenti dei fondi sono approvati in via generale.

Disposizioni inerenti alla distribuzione di OICR

A tale riguardo specifiche disposizioni si ritrovano nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, nel Regolamento Intermediari e in quello Emittenti.

Anzitutto nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio è stata esplicitata la possibilità, per un intermediario abilitato alla prestazione dei servizi di investimento, di sottoscrivere parti di OICR in nome proprio e per conto dei propri clienti (cosiddetto *nominee*).

Per i fondi che adottano una politica di investimento fondata su una durata predefinita è stata introdotta nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio una nuova tipologia commissionale (cosiddetta commissione di collocamento), che può essere imputata al fondo secondo le modalità previste dalla Banca d'Italia.

Nel Regolamento Intermediari: (i) agli art. 76-*bis* e 77, è stata prevista una disciplina distinta della commercializzazione di OICR propri dalla commercializzazione di OICR di terzi, nonché la facoltà delle SGR, delle SICAV e delle SGA di operare, laddove ne ricorrano i presupposti normativamente previsti, in modalità di sola esecuzione di ordini (cosiddetta *execution only*), parificando in questo modo la posizione delle SGR, delle SICAV e delle SGA a quella degli altri intermediari abilitati all'esecuzione o trasmissione di ordini per conto terzi; (ii) è stato puntualizzato che la disciplina in tema di *inducements*, di cui all'art. 73 del Regolamento Intermediari, trova applicazione esclusivamente con riferimento all'attività di gestione del patrimonio di un OICR, intendendosi per tale l'attività prevista dall'art. 1, lett. n, n. 2), del TUF.

Nel Regolamento Emittenti: (i) agli artt. 15-*bis* e 17 è stato rimodulato il regime di consegna della documentazione d'offerta, in coerenza con la nuova articola-

zione della stessa; (ii) agli artt. 16, comma 2 e 20, comma 2 è stato eliminato l'obbligo di pubblicazione dei documenti d'offerta nei siti internet degli incaricati del collocamento.

Disposizioni che razionalizzano l'informativa nei confronti degli investitori

In questa prospettiva, anzitutto, sono state razionalizzate le informazioni del regolamento di gestione, eliminando i dati che costituiscono una mera duplicazione di quanto richiesto nel prospetto (ad esempio lo scopo del fondo). È stato eliminato l'obbligo di indicare i limiti quantitativi relativi all'utilizzo dei derivati. La SGR dovrà tuttavia indicare, oltre alle finalità con le quali si intende operare in strumenti finanziari derivati, anche se intende utilizzare derivati per assumere posizioni corte nette. Si consente di comunicare le modifiche regolamentari agli investitori con "mezzi elettronici" se previsto nel regolamento del fondo e se vi è la prova che il partecipante ha accesso regolare a internet.

Per quanto riguarda, invece, l'offerta al pubblico di quote o azioni di OICR aperti di cui agli artt. 98-ter e 98-quater del TUF, la relativa disciplina è stata adeguata per recepire le novità introdotte dalla direttiva UCITS IV in tema di obblighi relativi a informazioni da comunicare agli investitori. Ai sensi della direttiva, il prospetto semplificato è sostituito da un breve documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (c.d. KIID), mentre il prospetto, l'ultima relazione annuale e l'ultima relazione semestrale pubblicate sono fornite gratuitamente agli investitori che ne fanno richiesta. L'art. 98-ter del TUF stabilisce pertanto che il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori è redatto in conformità ai regolamenti comunitari che disciplinano la materia e in particolare al regolamento n. 583/2010, nonché delle relative disposizioni di attuazione adottate in sede comunitaria.

Viene rimessa poi alla regolamentazione secondaria dettata dalla Consob la definizione di misure di dettaglio della disciplina di carattere generale posta dal TUF. In particolare, nel Regolamento Emittenti si semplifica la struttura del prospetto d'offerta, rendendola più snella rispetto a quella prevista dalla previgente disciplina. Viene eliminato lo schema di modulo di sottoscrizione relativo agli OICR aperti di diritto italiano e individuato esclusivamente il suo contenuto minimo.

*Le nuove regole
rendono
più semplice
e agevole
l'informativa
trasmessa
agli investitori*

Vengono razionalizzati gli obblighi informativi nei confronti degli investitori, prevedendo che le variazioni delle informazioni contenute nel KIID debbano essere portate a conoscenza dei partecipanti al fondo, in occasione della comunicazione annuale dei dati periodici aggiornati contenuti nel prospetto, solo ove non siano già state rese note in ottemperanza agli obblighi stabiliti dal Regolamento della Banca d'Italia.

Sempre nell'ottica di favorire una razionalizzazione dell'informativa nei confronti degli investitori, in luogo dell'obbligo delle SGR e delle SICAV di rendere disponibile agli investitori "una descrizione, eventualmente in forma sintetica, della politica di gestione delle situazioni di conflitto di interessi", si è previsto, nell' art. 37, comma 2-*bis* del Regolamento Congiunto Banca d'Italia-Consob, l'obbligo delle SGR e delle SICAV di rendere disponibile periodicamente agli investitori, mediante adeguato supporto durevole, "un'informativa sulle situazioni di conflitto cosiddette non gestibili", che rechi l'illustrazione della decisione assunta dagli organi o dalle funzioni competenti per assicurare comunque l'equo trattamento degli OICR e la relativa motivazione.

Agli artt. 68 e 70 del Regolamento Intermediari si è previsto, in luogo dell'obbligo delle SGR e delle SICAV di "fornire" agli investitori informazioni circa la strategia di esecuzione/trasmisione, l'obbligo di "rendere disponibili" dette informazioni, nonché ogni modifica rilevante alle informazioni contenute nella strategia di esecuzione/trasmisione. E' stata razionalizzata la disciplina delle rendicontazioni periodiche mediante l'abrogazione dell'art. 75 del Regolamento Intermediari.

Disposizioni sull'operatività delle SGR e delle banche depositarie

E' stata semplificata la procedura per le modifiche all'operatività delle SGR che riguardano l'istituzione o la gestione di tipologie di fondi comuni ulteriori rispetto a quelle indicate nella domanda di autorizzazione, richiedendosi in tal caso una semplice comunicazione da parte della SGR, almeno trenta giorni prima della loro istituzione o gestione.

Sono state introdotte modificazioni alla disciplina delle seguenti tematiche: programma di attività e relazione sulla struttura organizzativa; istanza di autorizzazione; decadenza dall'autorizzazione; attività esercitabili; disciplina prudenziale; relazione

tra SGR/SICAV e banca depositaria; vigilanza informativa e prospetti contabili.

Sono stati recepiti nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio i principi sul sistema di gestione dei rischi, le modalità di calcolo dell'esposizione in strumenti finanziari derivati, le modalità di calcolo dell'esposizione complessiva in derivati e la disciplina delle tecniche di gestione efficiente del portafoglio.

In tale contesto, per le SGR che adottano il metodo degli impegni: (i) è stato ridotto del 50% l'ammontare minimo delle attività che l'OICR deve detenere in portafoglio per la copertura delle obbligazioni di pagamento connesse con le posizioni corte assunte; (ii) sono state riviste le indicazioni relative all'identificazione delle attività utilizzabili a copertura di tali obbligazioni di pagamento, dove, tra l'altro, sono stati previsti dei criteri specifici laddove queste attività siano rappresentate da OICR; (iii) è stato chiarito, con riguardo alle operazioni di copertura, che le stesse sono ammissibili anche ove la natura dell'emittente i titoli sottostanti al derivato è diversa dalla natura dell'emittente del titolo coperto, a condizione che il derivato non generi rischi aggiuntivi al portafoglio.

Sono state modificate, per esigenza di omogeneità normativa, le modalità di "messa a disposizione del pubblico" della documentazione d'offerta e sono state razionalizzate le registrazioni delle operazioni e degli ordini.

Con riferimento alle banche depositarie, il 12° Aggiornamento della Circolare della Banca d'Italia: (i) introduce un'autorizzazione generale all'esercizio della funzione di banca depositaria, che permette a quest'ultima di assumere liberamente gli incarichi di banca depositaria per le categorie di fondi indicate nell'istanza di autorizzazione (fondi aperti, fondi chiusi, fondi immobiliari, fondi speculativi); (ii) prevede una specifica autorizzazione, anch'essa generale, per svolgere il calcolo del valore delle quote dei fondi; (iii) prevede l'obbligo delle banche di effettuare un'autovalutazione della propria idoneità a svolgere i compiti di banca depositaria e di approvare un piano di sviluppo delle attività relative alla funzione di depositaria, nonché di assicurare la permanenza dei requisiti di idoneità della stessa.

Disposizioni sull'assetto organizzativo delle SGR e delle SICAV

In tale ambito, per quanto concerne più strettamente le SICAV, il Decreto modifica l'art. 43-bis del TUF sulla designazione da parte delle SICAV di una SGR o di

una società di gestione armonizzata, aggiungendo la lett. f-*bis*) con la quale si introduce l'obbligo della società di gestione armonizzata (designata) di stipulare un accordo con la banca depositaria, che assicuri alla stessa la disponibilità delle informazioni necessarie per lo svolgimento dei propri compiti, conformemente a quanto previsto dal comma 2-*bis* dell'art. 41-*bis* del TUF.

E' stato esplicitato l'obbligo delle SGR di adottare, applicare e mantenere "politiche e procedure contabili" che consentano di individuare direttamente e in ogni momento tutte le attività e le passività dell'OICR, nonché di calcolare in modo accurato il valore patrimoniale netto dello stesso, in modo da assicurare la tutela dei detentori delle quote.

Sono state ripartite, agli artt. 31 e 31-*bis* del Regolamento Congiunto, le competenze e le responsabilità degli organi aziendali, previste dall'art. 9 della direttiva di secondo livello 2010/43/CE, tra l'organo con funzione di supervisione strategica e l'organo con funzione di gestione.

In tale contesto: (i) è stata precisata la riconducibilità all'organo con funzione di supervisione strategica della determinazione "delle politiche di investimento dell'OICR" quali definite, laddove appropriato nel prospetto, nel regolamento o nello statuto dell'OICR, mantenendo in capo a questo organo la competenza di verifica del rispetto dei limiti all'assunzione dei rischi degli OICR; (ii) è stato attribuito all'organo con funzione di supervisione strategica il compito di definire, per ciascuno degli OICR gestiti e, nel rispetto delle politiche d'investimento dell'OICR, le strategie di investimento nonché il compito di verificarne periodicamente l'adeguatezza e la corretta attuazione; (iii) è stata esplicitata la facoltà dell'organo con funzione di supervisione strategica di delegare all'organo con funzione di gestione la definizione delle strategie di investimento; (ii) è stato chiarito che l'organo con funzione di supervisione strategica deve individuare, in sede di approvazione del processo di valutazione delle attività degli OICR, le funzioni aziendali di controllo cui spetta la verifica dell'adeguatezza del processo stesso.

Agli artt. 31-*ter* e 31-*quater* del Regolamento Congiunto sono state individuate, conformemente alla disciplina comunitaria, le attribuzioni della funzione di gestione del rischio cui spetta il compito di verificare la corretta valutazione degli strumenti derivati OTC, ed è stato esplicitato il perimetro operativo dell'attività della funzione di compliance di SGR e SICAV, chiarendo che esso ricomprende

anche le ipotesi di non conformità agli obblighi posti dalla normativa vigente in materia di gestione collettiva.

E' stato chiarito che nel registro sui conflitti d'interessi, di cui all'art. 40 del Regolamento Congiunto, è sufficiente censire, in luogo delle "situazioni" di conflitto d'interessi, le specifiche "fattispecie" di conflitto (ad esempio l'investimento in fondi collegati o in beni oggetto di apporto da parte dei soci della SGR) ravvisabili in ciascuna tipologia di attività gestoria (ad esempio la gestione di OICR aperti e/o di OICR immobiliari).

E' stato esplicitato nell'art. 33, comma 4-*bis* del Regolamento Congiunto il divieto della SGR di conferire la delega di gestione di un OICR alla banca depositaria dell'OICR stesso.

Sono state introdotte semplificazioni in tema di delega di gestione di OICR a soggetti extracomunitari. In particolare: (i) è stato chiarito che l'art. 22 del Regolamento Congiunto, relativo all'esternalizzazione del servizio di gestione di portafogli, si applica anche nel caso di delega di gestione a soggetto extracomunitario; ii) è stato previsto che la comunicazione alle autorità di vigilanza, richiesta dall'art. 22, comma 2, del Regolamento Congiunto, vada effettuata nei confronti di una sola delle predette autorità, che è stata individuata nella Banca d'Italia. Resta ferma l'applicazione degli articoli 19 e 21 del Regolamento Congiunto, in quanto compatibili.

La Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della direttiva AIFM

Roberta D'Apice

Entro il 22 luglio 2013 dovrà essere recepita anche in Italia la nuova disciplina europea sui gestori di fondi di investimento alternativi, introdotta nel 2011 dalla direttiva AIFM. Le nuove regole cambieranno radicalmente il modo in cui i gestori di fondi di investimento alternativi operano sul mercato, con l'adozione di una certificazione di qualità per gli operatori e un passaporto per la gestione e la commercializzazione dei prodotti all'interno dell'Unione europea.

La direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio sui gestori dei fondi di investimento alternativi (c.d. direttiva AIFM), adottata l'8 giugno del 2011 ed entrata in vigore il 21 luglio seguente, introduce una serie di misure volte a creare un mercato interno europeo dei gestori di fondi di investimento alternativi, mediante la definizione di un quadro di riferimento armonizzato per la regolamentazione in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza di tutti i gestori di fondi di investimento alternativi (cc.dd. GEFIA) che gestiscono o commercializzano organismi di investimento collettivo diversi dagli UCITS (cc. dd. FIA, fondi di investimento alternativi).

I GEFIA che svolgono attività ai sensi della direttiva AIFM sono pertanto tenuti ad adeguarsi alle disposizioni in essa contenute e a chiedere la relativa autorizzazione all'autorità competente del proprio stato membro di origine.

La definizione di un quadro regolamentare e di vigilanza armonizzato, peraltro, costituisce il presupposto per il riconoscimento del cosiddetto "passaporto", in forza del quale i GEFIA che si conformeranno alle regole e ai requisiti previsti dalla direttiva AIFM (ottenendo l'autorizzazione da parte dell'autorità competente del proprio stato membro di origine) potranno gestire e commercializzare FIA presso investitori professionali nell'Unione europea.

Ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, lettera *ag*) della direttiva AIFM è investitore professionale "l'investitore che sia considerato un cliente professionale o possa, su richiesta, essere trattato come cliente professionale ai sensi dell'allegato II della direttiva 2004/39/CE (c.d. direttiva MiFID)". Gli stati membri potranno imporre requisiti aggiuntivi per la commercializzazione di FIA nei confronti degli investitori *retail*. La vendita di quote o azioni di FIA su iniziativa dell'investitore (c.d. *marketing* passivo) non rientra invece nell'ambito di applicazione della direttiva AIFM.

La direttiva prevede che i gestori UE di FIA extra UE e i gestori extra UE di FIA UE potranno ricevere il passaporto europeo solo dal 2015

Il legislatore comunitario ha disposto tuttavia un'introduzione graduale di questo passaporto, prevedendo che, per un periodo iniziale di due anni, solo i GEFIA UE e i FIA UE possono usufruire del passaporto europeo. I GEFIA extra UE, che svolgono attività di gestione o commercializzazione all'interno dell'Unione europea, potranno ottenere il passaporto solo dal 2015, cioè dopo un periodo transitorio di due anni nel corso del quale continueranno a essere applicati i regimi nazionali degli stati membri, nel rispetto di determinate condizioni minime di armonizzazione. Allo stesso modo i GEFIA UE che gestiscono FIA non UE potranno ottenere il passaporto per la commercializzazione degli stessi nell'Unione europea solo dal 2015, successivamente all'entrata in vigore di un atto delegato della Commissione. Terminato il periodo transitorio, il regime armonizzato del passaporto europeo coesisterà con i regimi nazionali degli stati membri per un ulteriore periodo transitorio di 3 anni. Trascorso questo periodo di coesistenza, si prevede la totale abolizione dei regimi nazionali mediante l'entrata in vigore di un atto delegato della Commissione.

Il regime di vigilanza per i GEFIA comprende, oltre all'autorizzazione iniziale, il continuo rispetto da parte di questi soggetti dei requisiti di capitale e organizzativi, delle regole di condotta e di estesi obblighi informativi nei confronti delle autorità di vigilanza. Specifici requisiti sono previsti, rispettivamente, per i GEFIA di FIA che fanno ricorso alla leva finanziaria e per quelli che acquisiscono partecipazioni di controllo in società non quotate o in emittenti.

La direttiva AIFM introduce altresì una specifica disciplina sui depositari dei fondi e sulla funzione di valutazione delle attività dei FIA, esercitabile anche da una figura terza rispetto al gestore (c.d. valutatore).

La direttiva AIFM prevede, peraltro, l'applicazione di un regime agevolato per i GEFIA di FIA che hanno portafogli di ammontare inferiore ai 100 milioni di euro (che diventano 500 milioni per i fondi che non fanno ricorso alla leva e le cui

quote non sono rimborsabili prima di 5 anni dalla loro sottoscrizione). I GEFIA che non superano tali soglie non sono soggetti all'obbligo di autorizzazione bensì all'obbligo di registrazione presso le autorità nazionali fornendo informativa sui fondi gestiti e sulla loro attività. Essi possono, comunque, decidere di sottoporsi alle norme della direttiva AIFM (*opt in*) per potere usufruire dei relativi benefici e, in primo luogo, del cosiddetto passaporto.

La disciplina AIFM è completata dalle previsioni di dettaglio contenute nel Regolamento di secondo livello della Commissione europea¹ e dalle misure di terzo livello adottate dall'ESMA. In particolare il Regolamento tratta materie centrali della direttiva AIFM, come ad esempio i metodi di calcolo della leva finanziaria, alcune condizioni operative dei GEFIA, la delega di funzioni, specifiche previsioni legate alla gestione del rischio e della liquidità, la disciplina di dettaglio sugli obblighi e sulle responsabilità del depositario, gli obblighi in materia di trasparenza, le disposizioni di dettaglio in materia di scambio d'informazioni sulle potenziali conseguenze sistemiche dell'attività dei GEFIA e le regole sui Paesi terzi. Secondo la Commissione il Regolamento costituisce lo strumento legale appropriato per definire regole uniformi per tutti i GEFIA, all'interno di un unico riferimento normativo. Esso, infatti, non richiedendo una sua trasposizione a livello nazionale, consente di evitare il rischio di applicazioni differenti della direttiva nei vari stati membri, facilitando così l'attività transfrontaliera di gestione e di commercializzazione dei FIA.

Per quanto riguarda le misure di terzo livello, allo stato attuale l'ESMA ha pubblicato delle Linee guida sulle politiche di remunerazione, oltre a un documento di consultazione riguardo le Linee guida su alcuni concetti chiave della direttiva AIFM. Nell'ambito dell'attività di supporto fornita dall'ESMA alla Commissione, si inserisce anche il progetto di norme tecniche di regolamentazione elaborato dall'ESMA per stabilire le tipologie di GEFIA (*Final report, Draft regulatory technical standards on types of AIFMs*).

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha avviato nei mesi scorsi un tavolo di lavoro con la Banca d'Italia e la CONSOB per definire lo schema di decreto legislativo di attuazione della direttiva AIFM.

La delega al Governo è contenuta nel disegno di legge comunitaria per il 2012, che non è stata ancora approvata dal Parlamento. La delega dovrebbe consentire

¹ Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012, che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza.

al Governo di recepire la direttiva AIFM e di apportare le necessarie modifiche al TUF, per coordinare in modo sistematico la disciplina dei gestori di fondi di investimento alternativi con la disciplina generale sulla gestione collettiva del risparmio.

In considerazione dell'impatto che le innovazioni introdotte dal recepimento della disciplina AIFM potranno avere sul mercato del risparmio gestito, nel novembre del 2012 Assogestioni ha istituito un'apposita *Task Force* (*Task Force AIFMD*) con l'obiettivo di analizzare la normativa comunitaria e gli effetti della sua introduzione sull'operatività delle SGR italiane.

La *Task Force AIFMD* ha elaborato alcune proposte funzionali a consentire l'adeguamento dell'ordinamento nazionale alla legislazione comunitaria. Le proposte – che riguardano sia la normativa primaria sia quella secondaria di recepimento – hanno a oggetto raccomandazioni finalizzate a salvaguardare la competitività del mercato italiano dei fondi di investimento alternativi, nonché richieste di chiarimenti volte ad agevolare il corretto adempimento da parte delle SGR di alcune delle previsioni contenute nella nuova disciplina comunitaria.

Tra le proposte per salvaguardare la competitività del mercato italiano dei fondi alternativi c'è anzitutto la richiesta di contenere i costi di adeguamento da parte degli operatori nazionali, tenuto conto che il sistema normativo e di vigilanza nazionale, per molti versi, è più rigoroso di quello che emerge dalla disciplina AIFM.

Di particolare importanza è anche l'esigenza di salvaguardare le soluzioni organizzative e procedurali che hanno finora distinto il sistema nazionale rispetto ad altri ordinamenti evoluti, come ad esempio:

- i) la facoltà delle SGR di dissociare la funzione di promozione del fondo da quella di gestione del patrimonio dello stesso;
- ii) la facoltà delle SGR di "affidare" alla banca depositaria il calcolo del NAV dei fondi, nel quadro di un rapporto non di "delega" ma di "incarico" svolto dalla banca depositaria come titolare di un potere proprio;
- iii) la possibilità di conferire deleghe di gestione che riguardino anche la "totalità" del patrimonio degli OICR gestiti;
- iv) l'esclusione dei fondi di cui agli artt. 15 e 16 del d.m. 228/99 dall'approvazione dei relativi regolamenti di gestione da parte della Banca d'Italia.

Al fine di ampliare l'ambito di operatività delle SGR nazionali, la *Task Force* Assogestioni auspica poi che la possibilità di prestare il servizio di ricezione e tra-

smissione di ordini venga riconosciuta non solo ai gestori di fondi alternativi, ma anche ai gestori di fondi armonizzati (ed eventualmente anche a prescindere dalla prestazione del servizio di gestione di portafogli), aggiungendo allora la ricezione e trasmissione di ordini riguardanti strumenti finanziari nell'elenco di attività previste dall'articolo 33 del TUF.

Il recepimento della direttiva AIFM dovrebbe inoltre costituire l'occasione per rivedere la gamma esistente degli OICR di diritto italiano, così da rendere più "attraente" il mercato nazionale rispetto a quello di altri ordinamenti. A tale riguardo, secondo la *Task Force* Assogestioni è fondamentale, tra l'altro:

- i) che venga riconosciuta maggiore flessibilità nell'attività d'investimento degli OICR riconducibili alla tipologia degli OICR alternativi retail, eliminando alcune delle limitazioni attualmente esistenti nonché ampliando l'universo investibile;
- ii) che vengano eliminate le limitazioni esistenti all'investimento degli OICR riconducibili nella tipologia degli OICR alternativi "riservati", come ad esempio quelle in tema di conflitti d'interessi e di utilizzo della leva finanziaria;
- iii) che siano superate le limitazioni all'"accesso" per gli OICR riconducibili alla tipologia degli OICR alternativi e, in particolare, venga eliminato l'ammontare minimo di sottoscrizione attualmente previsto per la partecipazione ai fondi speculativi;
- iv) che venga rivista la disciplina dei fondi immobiliari;
- v) che venga introdotta una disciplina degli OICR alternativi diversi dai fondi comuni d'investimento: la SICAF;
- vi) che vengano coordinate le disposizioni di attuazione della direttiva AIFM con la disciplina fiscale vigente in materia di OICR.

Infine la *Task Force* Assogestioni, per l'adeguamento alle disposizioni contenute nella direttiva AIFM, invita le autorità nazionali a prevedere un regime transitorio per le SGR che gestiscono fondi alternativi prima del 22 luglio 2013, e a prestare particolare attenzione alle SGR che decidano di voler "trasformare" i fondi aperti non armonizzati (*retail*) in fondi aperti armonizzati.

L'evoluzione delle proposte europee in tema di UCITS V, MiFID II e PRIIPS

Roberta D'Apice e Virgilio Sollima

Nel 2012 sono proseguiti i lavori comunitari di riforma del mercato finanziario, con la stessa intensità che ha caratterizzato il settore negli ultimi anni. In questo senso, in particolare per quanto riguarda il comparto del risparmio gestito, assumono grande importanza i passi avanti che sono stati fatti nella revisione della direttiva UCITS IV e della direttiva MiFID, oltre che nella proposta di regolamento sui PRIIPS (*Packaged Retail Investment Products*). Tutti questi provvedimenti hanno l'obiettivo di incrementare la fiducia degli investitori nel mercato dei capitali e, in questa prospettiva, costituiscono una risposta alla crisi di fiducia registrata negli ultimi anni.

Verso la direttiva UCITS V

Il 3 luglio 2012 la Commissione europea ha presentato la proposta di revisione della direttiva UCITS IV, che interviene in materia di ruolo e funzioni del depositario, di remunerazioni e di sanzioni applicabili. Il Parlamento ha diffuso il 9 novembre 2012, per il tramite del *Rapporteur Sven Giegold*, il testo contenente gli emendamenti alla proposta della Commissione.

Disciplina del depositario. Il caso Madoff ha sollevato diverse e importanti questioni in ordine alla disciplina dei depositari contenuta nella direttiva UCITS. Con particolare riguardo alla possibilità di delegare a terzi lo svolgimento delle funzioni di custodia, si è reso necessario chiarire a quali condizioni sia possibile delegare le funzioni di custodia ad un sub-depositario e quale sia la responsabilità del depositario in tali circostanze. Inoltre, in relazione al soggetto che può svolgere le funzioni di sub-depositario, ci si è chiesti in che misura lo stesso possa appartenere al medesimo gruppo societario del gestore del fondo di investimento e quali siano, pertanto, i doveri del depositario nella selezione e nel monitoraggio del sub-depositario.

La proposta di revisione della direttiva UCITS IV interviene in materia di disciplina del depositario

Per fornire una risposta a queste tematiche, la proposta della Commissione europea precisa che: (i) la delega delle funzioni di custodia deve basarsi su ragioni obiettive e non deve essere volta ad aggirare le norme della direttiva; (ii) il depositario deve impiegare tutta la cura e la diligenza dovute nella selezione e nella designazione del soggetto delegato; (iii) al sub-depositario si applica il medesimo regime di incompatibilità previsto per il depositario, talché il sub-depositario non può coincidere con il gestore del fondo di investimento; (iv) la responsabilità del depositario permane anche in presenza di una delega, né è possibile per il depositario esonerarsi dalla responsabilità tramite un accordo.

In una prospettiva più generale, la Commissione europea propone di specificare che per ciascuno UCITS deve essere nominato un solo depositario e che della nomina deve essere data prova mediante un contratto scritto. Con riguardo, invece, ai compiti specifici del depositario, la proposta mira ad armonizzare l'elenco dei doveri di controllo dei depositari di UCITS, istituiti sia in forma contrattuale che in forma societaria, e a introdurre previsioni dettagliate sul monitoraggio dei flussi di cassa nonché una distinzione tra i doveri di custodia relativamente agli strumenti finanziari che possono essere detenuti in custodia dal depositario e i doveri di verifica dei diritti di proprietà per le rimanenti tipologie di *asset*. Sempre in tema di regole sui doveri del depositario, la Commissione europea propone di introdurre condizioni dettagliate per lo svolgimento delle funzioni di controllo e di custodia che riguardano: (i) i tipi di strumenti finanziari che devono essere ricompresi nel campo di applicazione dei compiti di custodia del depositario; (ii) le condizioni in presenza delle quali il depositario può esercitare i suoi doveri di custodia sugli strumenti finanziari registrati presso un depositario centrale di titoli; (iii) le condizioni in base alle quali il depositario controlla gli strumenti finanziari emessi in forma nominativa e registrati presso un emittente o un *registrar*.

Alla luce dei diversi criteri nazionali di nomina che attualmente si applicano alle attività dei depositari, la Commissione, al fine di assicurare eguali livelli di protezione degli investitori, propone di definire una lista esaustiva di enti che **possono agire in qualità di depositari**. A tal riguardo, la scelta politica è quella di consentire solo agli enti creditizi e alle imprese di investimento di fungere da depositario di UCITS.

La proposta della Commissione è altresì finalizzata a chiarire la **responsabilità del depositario di UCITS** in caso di perdita di strumenti finanziari che detiene in

custodia. Sulla base della proposta della Commissione, qualora perda strumenti finanziari detenuti in custodia, il depositario dovrà, "senza indebito ritardo", restituire strumenti finanziari del medesimo tipo o del corrispondente valore allo UCITS, ovvero alla società di gestione che agisce per conto dello UCITS. Nessun ulteriore scarico di responsabilità in caso di perdita di beni è previsto, salvo nel caso in cui il depositario possa provare che la perdita è dipesa da un evento esterno al di là di ogni ragionevole controllo.

L'obbligo di restituzione, che naturalmente riguarda solo i beni suscettibili di essere detenuti in custodia, permane anche se il depositario abbia affidato a un terzo tutte o alcune delle funzioni di custodia e la perdita si sia verificata con il sub-depositario. A tal riguardo, a differenza della direttiva sui gestori di fondi alternativi (c.d. direttiva AIFM), non è possibile prevedere uno scarico di responsabilità né regolamentare né contrattuale. Tale rafforzamento della responsabilità in caso di delega della custodia appare giustificato alla luce del vasto numero di investitori e della natura *retail* dei titolari di quote/azioni di UCITS.

La proposta della Commissione in tema di responsabilità del depositario, infine, allinea i diritti degli investitori sia negli UCITS di natura statutaria sia in quelli di natura contrattuale, in modo che siano abilitati a proporre azioni di responsabilità dei depositari, sia direttamente sia indirettamente (attraverso la società di gestione).

La proposta di direttiva UCITS V interviene anche a proposito della **disciplina in tema di regole di condotta** e, in particolare, sulle previsioni volte a prevenire il rischio di conflitti di interesse in cui potrebbe incorrere la banca depositaria nello svolgimento delle sue funzioni. Nello specifico si prevede la possibilità per la banca depositaria di cumulare lo svolgimento di funzioni di depositario con l'esercizio di altri suoi compiti potenzialmente confliggenti, purché sia garantita una separazione sotto il profilo funzionale e gerarchico e i potenziali conflitti d'interesse siano prontamente identificati, gestiti, monitorati e resi evidenti agli investitori dello UCITS.

Disciplina in materia di remunerazioni. La proposta di revisione della direttiva UCITS IV contiene anche un allineamento delle norme in materia di remunerazioni con la corrispondente disciplina della direttiva applicabile ai gestori di fondi di investimento alternativi. La disciplina, con l'obiettivo di evitare che le politiche remunerative determinino un'assunzione di rischi ec-

cessiva da parte del personale, opera anzitutto un ridimensionamento dell'incidenza della componente variabile della remunerazione, prevedendo che la remunerazione fissa sia sufficientemente elevata da consentire una politica pienamente flessibile in tema di remunerazione variabile, tra cui la possibilità che la stessa non sia pagata affatto.

La proposta prevede un ridimensionamento del peso della componente variabile della remunerazione

Questo approccio, che comunque lascia libero il gestore di determinare in pratica il corretto bilanciamento delle componenti della remunerazione, differisce da quello del Parlamento, che invece propone di introdurre un criterio di 1:1 per le componenti fisse e variabili della remunerazione totale.

Le norme in materia di remunerazione contenute nella proposta di revisione della direttiva si applicano alle remunerazioni di qualsiasi tipo e al trasferimento di quote o azioni di UCITS effettuati a beneficio delle categorie di personale - incluso il *senior management*, i soggetti che assumono rischi, il personale impiegato in funzioni di controllo e qualsiasi dipendente che riceva una remunerazione totale che lo colloca nella medesima fascia remunerativa del *senior management* e dei risk takers - la cui attività professionale possa avere un impatto sul profilo di rischio del gestore e dei fondi gestiti.

A questo proposito, è opportuno segnalare che la proposta presentata dal Parlamento include nell'ambito di applicazione della normativa anche i pagamenti effettuati dal fondo alla società di gestione, sulla base della valutazione che "le *performance fee* pagate al gestore raramente producono un miglioramento delle *performance* del fondo".

Inoltre, si prevede che la remunerazione variabile sia soggetta a meccanismi di rettifica (*ex ante* ed *ex post*) per il rischio, e che parte della stessa sia soggetta a meccanismi di differimento, in modo tale da allineare gli interessi del personale a quelli di lungo termine degli UCITS. Nella medesima prospettiva, la disciplina prevede che una quota significativa della remunerazione variabile sia corrisposta in strumenti finanziari e sottoposta a un periodo di mantenimento, ovvero a un divieto di vendita.

La disciplina in materia di remunerazioni regola altresì il processo di determinazione del compenso e prevede l'obbligo per i gestori significativi per dimensione, organizzazione interna, natura, scopo e complessità dell'attività di istituire un Comitato remunerazioni, presieduto e composto da membri non esecutivi del *management body*, responsabile di preparare le decisioni riguardanti

le remunerazioni, incluse quelle che debbano essere adottate dal *management body* nella funzione di supervisione.

Disciplina in materia di sanzioni. La proposta di una disciplina armonizzata in materia muove dalla constatazione che le regole nazionali concernenti le sanzioni per le violazioni delle disposizioni poste dalla direttiva UCITS IV risultano caratterizzate da: i) differenti livelli di sanzioni pecuniarie per le medesime tipologie di violazione; ii) criteri differenti per determinare l'ammontare delle sanzioni amministrative; iii) differenze sul tipo di utilizzo delle sanzioni.

Per queste ragioni, si è reputato necessario realizzare un livello minimo di armonizzazione dei regimi sanzionatori, prevedendo: i) un catalogo minimo di sanzioni e misure amministrative (compresi i livelli minimi e massimi); ii) un elenco minimo di criteri sanzionatori; iii) meccanismi di *whistle-blowing*, ovvero misure atte a favorire la denuncia delle violazioni alle autorità da parte del personale.

La tutela degli investitori nelle proposte di revisione della direttiva MiFID (la cosiddetta MiFID review)

Nell'ambito dei lavori di revisione della direttiva MiFID, il Parlamento e il Consiglio europeo hanno presentato gli emendamenti al testo proposto dalla Commissione nell'ottobre del 2011. Sulla base di questi emendamenti si avvierà un dialogo trilaterale che porterà, probabilmente entro il 2013, all'adozione finale della cosiddetta MiFID review.

La compiutezza nell'analisi degli interventi di riforma sconta lo stato ancora non definitivo delle rispettive posizioni, e l'alta probabilità che la sintesi uscente da questo confronto possa determinare delle modifiche, anche di rilievo, ai testi provvisori in circolazione. Tuttavia, la convergenza raggiunta dalle tre istituzioni comunitarie su alcune ipotesi di riforma consente di procedere a una prima analisi di alcune previsioni in tema di protezione degli investitori.

Consulenza indipendente e gestione di portafogli. Le posizioni del Consiglio e della Commissione convergono anzitutto nell'individuazione degli elementi qualificanti la "consulenza indipendente", prevedendo, sostanzialmente e al di là di alcune precisazioni inserite dal Consiglio, che quando la consulenza è prestata su base indipendente l'intermediario: (i) deve considerare un numero sufficientemente ampio di strumenti finanziari disponibili sul mercato, diversificati in

relazione alla tipologia, agli emittenti o ai *product provider*, e non limitato agli strumenti finanziari emessi da soggetti aventi legami stretti con l'intermediario; (ii) non può accettare o ricevere pagamenti, commissioni o qualsiasi beneficio monetario pagato o prestato da terze parti o da persone che agiscono per conto di terze parti in relazione alla prestazione del servizio ai clienti.

I lavori di revisione della direttiva MiFID si basano su un dialogo a livello comunitario fra il Parlamento, il Consiglio e la Commissione

Rispetto alla Commissione, la proposta del Consiglio include nel divieto di incentivi anche la percezione di benefici "non monetari", a eccezione di quelli "minori" che siano tali da migliorare la qualità del servizio prestato al cliente, e siano di una natura e portata tali da non compromettere il dovere dell'intermediario di agire nel migliore interesse dei clienti.

Anche la posizione del Parlamento, che in un primo momento sembrava adottare sul tema un approccio basato esclusivamente su un regime di trasparenza, introduce una definizione di consulenza indipendente "vicina" a quella della Commissione e del Consiglio. In particolare, il primo requisito – che riguarda l'oggetto della consulenza – coincide nella sostanza con quello individuato dalla Commissione e dal Consiglio, mentre il secondo requisito – che riguarda il divieto di incentivi – include i benefici non monetari così come nella proposta del Consiglio, ma a differenza di questo non prevede alcuna eccezione per i benefici non monetari "minori".

La medesima impostazione seguita dal Commissione e dal Consiglio a proposito del divieto di incentivi nella consulenza indipendente è prevista anche con riferimento al servizio di gestione di portafogli. Diversa sembra invece la posizione sul punto del Parlamento, che da un lato legittima la possibilità per un gestore di portafogli di percepire incentivi, mentre dall'altro riconosce agli stati membri la possibilità di vietare la percezione di incentivi o di introdurre restrizioni "ulteriori", come ad esempio la restituzione degli incentivi al cliente oppure la compensazione degli stessi con le commissioni pagate dal cliente. Sempre con riferimento alla gestione di portafogli, il Parlamento sembra peraltro voler introdurre un "anomalo" concetto di "gestione di portafogli indipendente" laddove richiede, anche in tal caso, l'obbligo di valutare un numero sufficientemente ampio e diversificato di strumenti finanziari.

Target di mercato. Tra le proposte del Parlamento contenute nel testo di revisione della MiFID è importante segnalare quella in base alla quale le imprese di investimento, al momento di sviluppare prodotti di investimento o

depositi strutturati per la vendita ai clienti *retail* o professionali, sono tenute a sviluppare questi prodotti tenendo conto delle esigenze di un *target* di mercato specifico tra le categorie di clienti. Le imprese di investimento, al fine di assicurarsi che ciascun prodotto sia venduto a clienti che rientrano nel *target* di mercato, sono quindi tenute a informare le reti distributive circa il *target* di mercato (professionale o *retail*) cui sono indirizzati i singoli prodotti. Allo stesso modo, gli schemi remunerativi e gli incentivi non devono essere strutturati in maniera tale da promuovere la vendita dei prodotti a clienti che non rientrano nel *target* di mercato prescelto.

Remunerazione del personale. Mentre il testo della Commissione non disciplina direttamente la materia delle remunerazioni del personale, le proposte del Consiglio e del Parlamento prevedono una disciplina specifica, che si posiziona sulla stessa linea tracciata dall'ESMA nell'ambito della consultazione avviata nel settembre del 2012 e riguardante "*Guidelines on remuneration policies and practices (MiFID)*". Pur nella diversità delle formule utilizzate, Parlamento e Consiglio convergono sull'opportunità di prevedere che un'impresa di investimento debba assicurare di non remunerare il personale o di valutarne le *performance* in maniera confliggente con il dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. In particolare, l'impresa non deve porre in essere meccanismi che possano incentivare il personale a raccomandare a un cliente al dettaglio un particolare strumento finanziario, quando l'impresa potrebbe offrire un differente strumento finanziario che possa incontrare maggiormente le esigenze del cliente.

Prodotti facenti parte di un pacchetto. Al fine di incrementare la trasparenza nei confronti degli investitori, nel caso in cui un servizio di investimento sia offerto insieme a un altro servizio o prodotto come parte di un pacchetto o come condizione dell'accordo o del pacchetto, la proposta della Commissione (così come quella del Consiglio e del Parlamento) prevede l'obbligo a carico dell'intermediario di informare il cliente sulla possibilità di acquistare separatamente le differenti componenti del servizio e di dare evidenza dei costi relativi a ciascuna componente.

Organizzazione dell'intermediario. Con riguardo alla disciplina sull'organizzazione dell'intermediario, l'obiettivo condiviso dalle tre istituzioni comunitarie è quello di assicurare che i membri del *management body* impieghino del tempo sufficiente per lo svolgimento dell'incarico nell'impresa di investimento. A tal fine, le proposte prevedono dei limiti quantitativi al cumulo di incarichi, ese-

cutivi e non esecutivi, che lo stesso soggetto può ricoprire in imprese differenti (non facenti parte dello stesso gruppo). Sempre al fine di garantire la qualità e l'impegno del *management*, si prevede che le imprese di investimento, ove appropriato e proporzionato in relazione alla natura, portata e complessità della loro attività, debbano istituire un comitato nomine, con il compito di fornire raccomandazioni in materia. Per quanto riguarda la composizione del comitato, mentre la Commissione prevede che lo stesso debba essere composto, in generale, da membri del *management body*, i testi del Parlamento e del Consiglio richiedono che la partecipazione sia limitata ai soli membri non esecutivi.

Le proposte prevedono dei limiti quantitativi al cumulo di incarichi, sia esecutivi sia non esecutivi

Con riguardo alle funzioni del comitato nomine, mentre la Commissione richiede che lo stesso valuti esclusivamente il rispetto dei limiti in materia di cumulo di incarichi e faccia raccomandazioni in materia, il Consiglio prevede un elenco più dettagliato di funzioni. In particolare, si prevede che il comitato debba: i) identificare e raccomandare candidati per i posti vacanti nel *management body*, bilanciando le competenze, le capacità e l'esperienza del *management body* e preparando una descrizione dei ruoli e delle capacità per una specifica designazione; ii) valutare periodicamente la struttura, la dimensione, composizione e *performance* del *management body* e fare raccomandazioni al *management body* in relazione a eventuali cambi; iii) valutare periodicamente la competenza, le capacità e l'esperienza dei singoli membri del *management body* e del *management body* collettivamente, e relazionare al *management body* le risultanze della valutazione; iv) rivedere periodicamente la politica del *management body* di selezione e designazione del senior management e fare raccomandazioni al *management body*. Al fine di svolgere le proprie funzioni, il comitato nomine può avvalersi di consulenze esterne.

Prodotti finanziari complessi e non complessi. 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, le proposte della Commissione e del Consiglio escludono 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". La proposta del Parlamento non contiene invece una simile distinzione, e mantiene l'approccio precedente di consentire la prestazione del servizio in modalità *execution only* per tutti gli UCITS.

La proposta di Regolamento in materia di PRIPs (*Packaged Retail Investment Products*)

Il 3 luglio del 2012 la Commissione europea, facendo seguito a una consultazione avviata nel 2009, ha adottato la proposta di Regolamento in materia di PRIPs, volta a introdurre un modello di documento informativo unico per tutti i prodotti pre-assemblati, ovvero quei prodotti d'investimento per i quali, secondo la dizione del Regolamento, "indipendentemente dalla forma giuridica dell'investimento stesso, l'importo da rimborsare all'investitore è esposto alle fluttuazioni dei valori di riferimento o del rendimento di uno o più *asset* che non siano direttamente acquistati dall'investitore".

In forza della proposta di Regolamento, dunque, qualsiasi "ideatore" di questi prodotti di investimento è tenuto a redigere un documento contenente le informazioni chiave, conformemente ai requisiti stabiliti nel regolamento per ciascun prodotto d'investimento da esso prodotto, e a pubblicare il documento su un sito internet di sua scelta prima che il prodotto possa essere venduto agli investitori al dettaglio.

In questo modo, la Commissione mira a garantire la comparabilità delle diverse alternative di investimento che si presentano alla clientela *retail*, e allo stesso tempo la facile comprensibilità delle caratteristiche di rischio-rendimento sottese ai diversi prodotti. Il modello di KID suggerito dalla Commissione, sviluppato sull'esempio del KIID (*Key Investor Information Document*) previsto dalla direttiva UCITS, è infatti strutturato in modo tale da consentire la comprensione anche a un investitore privo delle relative competenze tecniche.

Per quanto riguarda il comparto del risparmio gestito, mentre è prevista un'esenzione di cinque anni per le società di gestione di UCITS, un'analoga esenzione non è prevista per i gestori di fondi alternativi, che quindi sarebbero tenuti ad adeguarsi sin da subito alla nuova normativa. La proposta del Parlamento, invece, prevede un'esenzione per i gestori di fondi alternativi che siano obbli-

gati, ai sensi della normativa nazionale, a redigere un KIID conforme a quello indicato dalla direttiva UCITS.

Ciò che differenzia maggiormente la disciplina del KID previsto dalla proposta di Regolamento, rispetto a quella del KIID di cui alla direttiva UCITS, è il regime di responsabilità. L'art. 11 del testo della Commissione, infatti, dispone che l'ideatore del prodotto d'investimento sia responsabile di qualsiasi perdita subita dall'investitore a causa dell'uso delle informazioni che figurano nel documento contenente le informazioni chiave, ove non provi (inversione dell'onere della prova a svantaggio dell'ideatore del prodotto) che il documento sia redatto in conformità agli artt. 6, 7 e 8 della medesima proposta di Regolamento (che individuano il contenuto del KID).

Questo regime risulta molto gravoso se si considera, infatti, che ai sensi dell'art. 8 della proposta di Regolamento l'ideatore può includere informazioni aggiuntive ove esse siano necessarie all'investitore al dettaglio per prendere una decisione informata circa uno specifico prodotto di investimento, e che dunque lo stesso potrebbe incorrere in responsabilità anche in relazione a tali informazioni aggiuntive.

Questa allocazione di responsabilità è stata duramente criticata dall'EFAMA che, tra le altre cose, chiede di modificare il testo proposto dalla Commissione nel senso di applicare al KID in oggetto il medesimo regime di responsabilità applicato dalla direttiva UCITS, ove si prevede che "nessun soggetto (possa incorrere) in responsabilità civile unicamente sulla base delle informazioni chiave per gli investitori, ivi compresa la relativa traduzione, a meno che esse siano fuorvianti, non accurate o non coerenti con le corrispondenti parti del prospetto".

Gli emendamenti presentati dal Parlamento, se venissero recepiti nel dialogo con la Commissione e il Consiglio, cambierebbero non di poco l'intera portata del Regolamento così proposto, provvedendo anzitutto a una notevole estensione del suo ambito di applicazione. Tra i numerosi emendamenti, infatti, si sottolinea l'inclusione tra i prodotti di investimento per i quali si prevede l'obbligo di redazione del KID anche dei prodotti precedentemente esentati, quali: i) i depositi con un tasso di rendimento determinato in relazione a un tasso d'interesse; ii) gli strumenti finanziari di cui alle lettere da b) a g), i) e j) dell'art. 1, paragrafo 2, della direttiva 2003/71/CE; iii) altri titoli che non incorporano un derivato.

La seconda rilevante proposta del Parlamento è quella di coinvolgere nella redazione del documento anche gli intermediari distributori, che sarebbero tenuti

a integrare il KID con le informazioni relative al regime fiscale del prodotto di investimento nello specifico stato membro dove lo stesso è raccomandato o distribuito, ai costi del prodotto di investimento, alle commissioni, retrocessioni o altri benefici legati all'operazione pagati dall'ideatore del prodotto a terze parti. In relazione a queste informazioni, agli intermediari distributori si applicherebbe il medesimo regime di responsabilità previsto per gli ideatori del prodotto, il quale rimane immutato anche nel testo di proposta del Parlamento.

Le proposte di modifica presentate dal Parlamento europeo non sono state accolte con favore dall'industria. Per quanto concerne l'estensione dell'ambito di applicazione della normativa anche ai prodotti "semplici", si osserva che questa inclusione non sarebbe giustificata da esigenze di tutela dell'investitore, giacché la facile comprensibilità di funzionamento dei prodotti interessati - quali azioni e obbligazioni - non giustifica gli elevati costi di *compliance* che deriverebbero dall'obbligo di redigere un KID per ciascun prodotto emesso.

In relazione alla seconda ipotesi di riforma, ovvero la previsione di obblighi specifici in capo agli intermediari distributori, l'industria osserva da un lato che la materia degli obblighi di trasparenza degli intermediari è disciplinata da altre normative comunitarie (direttiva MiFID), dall'altro che il concorso dell'intermediario distributore nella redazione del KID farebbe venir meno la comparabilità tra i prodotti di investimento, giacché per lo stesso prodotto d'investimento si avrebbero differenti KID a seconda del canale di intermediazione prescelto.

Le Linee guida ESMA su ETF e altri fondi armonizzati

Deborah Anzaldi

Il 18 dicembre del 2012 l'ESMA, l'autorità di vigilanza del sistema finanziario europeo, ha pubblicato un documento di interesse per gli *Exchange-Traded Fund* (ETF), per i fondi indicizzati e, più in generale, per tutti i fondi e Sicav armonizzati che effettuano alcune operazioni o politiche di investimento. Le Linee guida introducono - tra le altre - novità in tema di trasparenza, oggetto d'investimento e sistema di gestione del rischio.

La *European Securities and Markets Authority* (ESMA) ha pubblicato il 18 dicembre 2012 gli "*Orientamenti su questioni relative agli ETF e ad altri OICVM*" (ESMA/2012/832, di seguito "*Linee guida*"), che uniscono in un unico documento le Linee guida emanate il 25 luglio 2012 (ESMA/2012/474) e il 4 dicembre 2012 (ESMA/2012/722). Con la pubblicazione sul sito web dell'ESMA termina il processo iniziato nel luglio 2011 con l'obiettivo di rafforzare la tutela degli investitori e uniformare a livello comunitario alcune pratiche di regolamentazione dei fondi armonizzati.

Per raggiungere questo scopo le autorità europee sono intervenute principalmente in tre aree: trasparenza, oggetto d'investimento e sistema di gestione del rischio.

Le Linee guida, originariamente destinate solo agli *Exchange-Traded Fund* (ETF) e ai fondi strutturati, interessano anche tutti i fondi armonizzati che effettuano alcune operazioni o politiche di investimento. Infatti, vengono fornite indicazioni specifiche nel caso in cui un fondo adotti tecniche di gestione efficiente del portafoglio, utilizzi *total return swap* e strumenti finanziari derivati con caratteristiche analoghe, si esponga a indici finanziari attraverso l'investimento in strumenti finanziari derivati oppure voglia replicare l'andamento di indici finanziari. Ulteriori indicazioni in tema di rischio di controparte e gestione delle garanzie (cd. *collateral*) sono inoltre previste per le operazioni con strumenti finanziari derivati OTC (*over the counter*) e per le tecniche di gestione efficiente del portafoglio.

*Le Linee guida
ESMA forniscono
indicazioni rivolte
a tutelare
gli interessi degli
investitori privati*

Le Linee guida sono entrate in vigore il 18 febbraio 2013, cioè due mesi dopo la loro pubblicazione sul sito dell'ESMA (salvo il periodo transitorio). Entro la stessa data era previsto che ogni stato membro comunicasse all'ESMA se fosse già conforme o intendesse conformarsi alle Linee guida.

A livello nazionale, la CONSOB ha reso noto¹ di aver recepito gli Orientamenti emanati dall'ESMA e ha modificato il cd. Regolamento Emittenti, per consentire una loro ordinata applicazione e per assicurare una maggiore trasparenza informativa per gli investitori (al momento della stesura di questo volume non è pubblico l'orientamento della Banca d'Italia).

Le principali indicazioni contenute nelle Linee guida, insieme al regime transitorio, sono illustrate di seguito.

Fondi indicizzati

I fondi indicizzati, definiti dalle Linee guida come quei fondi la cui strategia è volta a replicare o riprodurre l'andamento di uno o più indici, devono includere nel prospetto una chiara descrizione degli indici di riferimento, oltre che alcune informazioni sui loro elementi sottostanti. Per evitare al gestore la necessità di aggiornare il prospetto di frequente, quest'ultimo può indirizzare gli investitori a un sito web dove siano pubblicate le composizioni esatte degli indici.

Sempre nel prospetto devono essere inoltre fornite informazioni sulla replica dell'indice (ad esempio l'adozione di un modello di replica fisica completa o a "campione", o di un modello di replica sintetica) e sulle implicazioni del metodo scelto per gli investitori, in termini di esposizione all'indice sottostante e al rischio di controparte. Completano il set di trasparenza le informazioni sul livello previsto di *tracking error* (la volatilità della differenza tra il rendimento del fondo indicizzato e il rendimento dell'indice o degli indici replicati) in condizioni di mercato normale e una descrizione dei fattori che possono influire sulla capacità del fondo indicizzato di replicare l'andamento degli indici, ad esempio i costi di transazione, la presenza di piccole componenti illiquide oppure il reinvestimento dei dividendi.

¹ Comunicazione n. 13015352 del 22 febbraio 2013 e delibera n. 18470, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale n.49 del 27 febbraio 2013 avente ad oggetto "Modifica del regolamento adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche concernente la disciplina degli emittenti".

Nel KIID (*Key Investor Information Document*, il documento che raccoglie le informazioni chiave per gli investitori) dovrà essere indicata in forma sintetica la modalità di replica dell'indice e le implicazioni del metodo scelto per gli investitori.

Sempre in tema di trasparenza, il rendiconto annuale e la relazione semestrale di un fondo indicizzato devono indicare l'entità del *tracking error* alla fine del periodo corrispondente. Il rendiconto annuale deve inoltre spiegare eventuali divergenze tra il *tracking error* previsto e quello realizzato nel periodo e la differenza tra il rendimento annuale del fondo indicizzato e il rendimento annuale dell'indice replicato (cd. *tracking difference* annuale).

Per un fondo indicizzato con effetto leva, inoltre, dovranno essere fornite ulteriori informazioni nel prospetto e, in forma sintetica, anche nel KIID. In particolare dovrà essere inclusa una descrizione della politica di leva, di come si ottiene la leva, dei rischi associati a tale politica e, se rilevante, del costo della leva. Dovrà essere inoltre indicato l'impatto di un eventuale effetto leva inverso (cioè dell'esposizione corta) e una descrizione di come il rendimento del fondo può differire significativamente dal multiplo del rendimento dell'indice sul medio-lungo periodo.

UCITS ETF (Exchange-Traded Fund)

Le Linee guida definiscono uno UCITS ETF come un organismo d'investimento in valori mobiliari di cui almeno una categoria di quote o di azioni viene negoziata per tutto il giorno su almeno un mercato regolamentato, oppure un sistema multilaterale di negoziazione con almeno un *market maker* che si adoperi per garantire che il valore di borsa delle sue quote o azioni non vari significativamente rispetto al suo valore complessivo netto (NAV) e, eventualmente, rispetto al suo NAV indicativo.

Per rendere questi fondi chiaramente riconoscibili dagli investitori, l'ESMA prevede che nel nome del fondo, nel regolamento, nel prospetto, nel KIID e nelle comunicazioni di marketing debba essere utilizzato l'identificatore "UCITS ETF", indipendentemente dallo stato membro di origine del fondo. Con la medesima finalità viene inoltre esclusa la possibilità per i fondi che non sono UCITS ETF di utilizzare questo indicatore o le diciture "ETF" o "fondo negoziato in borsa".

In tema di informativa, è necessario indicare chiaramente nel prospetto, nel KIID e nelle comunicazioni di marketing la politica relativa alla trasparenza del portafoglio, specificando dove si possono reperire informazioni sul portafoglio e dov'è pubblicato, se del caso, il NAV indicativo, ossia una misura del valore infragiornaliero del NAV (valore diverso da quello al quale gli investitori acquistano o vendono le loro quote sul mercato secondario). Inoltre, se viene calcolato un NAV indicativo, dovrà essere indicato nel prospetto il metodo e la frequenza di calcolo.

Nel caso in cui lo UCITS ETF sia gestito attivamente - ossia nel caso in cui il gestore ha potere discrezionale sulla composizione del suo portafoglio, nel rispetto degli obiettivi e delle politiche di investimento dichiarati - questo aspetto deve essere indicato con chiarezza nel prospetto, nel KIID e nelle comunicazioni di marketing, unitamente a informazioni su come realizzerà la politica di investimento dichiarata e, se del caso, l'intenzione di sovraperformare un indice.

L'ESMA attraverso le Linee guida vuole inoltre garantire condizioni uniformi per gli investitori che hanno acquistato quote/azioni di uno UCITS ETF sul mercato secondario. Per informarli del loro status e dei loro diritti deve essere previsto uno specifico avviso nel prospetto informativo e nelle comunicazioni di marketing; dovrà essere inoltre indicata nel prospetto la procedura che devono seguire gli investitori che hanno acquistato quote/azioni sul mercato secondario per rivenderle direttamente allo UCITS ETF, qualora il valore delle quote si discosti significativamente dal suo NAV (ad esempio laddove si verificassero turbative di mercato, come l'assenza di un *market maker*). Sempre nel prospetto dovranno essere inoltre precisati i potenziali costi connessi alla citata modalità di rivendita, che in ogni caso non devono essere eccessivi.

Tecniche di gestione efficiente del portafoglio

Gli orientamenti contenuti nelle Linee guida prevedono che il prospetto deve informare chiaramente gli investitori dell'intenzione del fondo di utilizzare le tecniche di gestione efficiente del portafoglio, quali un'operazione di prestito titoli ovvero un'operazione di compravendita di strumenti finanziari con patto di riacquisto (cd. pronti contro termine attivi o passivi), oppure operazioni analoghe (*repurchase e reverse repurchase agreement*).

Dovrà essere sempre fornita nel prospetto una descrizione particolareggiata dei

rischi connessi a queste attività (tra cui il rischio di controparte e potenziali conflitti di interesse) e dell'impatto che tali tecniche avranno sul rendimento del fondo.

La politica in materia di commissioni o costi operativi diretti e indiretti derivanti da tali tecniche, che possono essere detratti dal rendimento trasferito al fondo, dovrà essere anch'essa inclusa nel prospetto. È inoltre previsto che questi costi e commissioni non devono includere compensi latenti. Il fondo dovrà inoltre specificare l'identità dei soggetti a cui vengono corrisposti questi costi o commissioni, indicando se si tratta di soggetti collegati alla società di gestione del fondo o al depositario.

Le Linee guida precisano inoltre che tutti gli introiti derivanti dalle tecniche di gestione efficiente del portafoglio, al netto dei costi operativi diretti e indiretti, devono essere riconosciuti al fondo.

Sempre in tema di trasparenza, nel rendiconto annuale dovranno essere fornite informazioni i) sui ricavi derivanti dalle tecniche di gestione efficiente del portafoglio, unitamente ai costi e alle commissioni operativi diretti e indiretti sostenuti, ii) sull'esposizione ottenuta mediante le tecniche di gestione efficiente del portafoglio, iii) sull'identità delle controparti con cui sono state effettuate queste tecniche, iv) sul tipo e sulla quantità di garanzie ricevute dal fondo per ridurre l'esposizione al rischio controparte.

Oltre a misure in tema di trasparenza, l'ESMA ha rafforzato e armonizzato le condizioni che consentono la possibilità di effettuare tali operazioni.

Le Linee guida prevedono che sono ammissibili solo quelle operazioni per le quali un fondo è in grado in ogni momento di richiamare la posizione (*recallability*). Unica eccezione è prevista per le operazioni di compravendita a termine con scadenza fissa che sono ammissibili se la durata delle stesse non è superiore a sette giorni. Le Linee guida declinano il concetto di "richiamabilità" in base alla tipologia di operazione effettuata. Per un'attività di prestito titoli, il fondo deve essere in grado di richiamare i titoli prestati o risolvere il contratto. In caso di *reverse repo*, deve essere richiamabile il contante versato, comprensivo del compenso maturato, o in alternativa, un ammontare pari al valore di mercato del titolo ricevuto in garanzia. Nel caso di *repo*, deve essere in grado di richiamare in qualsiasi momento i titoli corrisposti o risolvere il contratto.

In tema di gestione del rischio, nel richiamare il principio secondo il quale i rischi derivanti dall'impiego di tecniche di gestione efficiente del portafoglio debbano essere adeguatamente controllati, le Linee guida specificano che queste operazioni dovranno essere tenute in considerazione nell'elaborazione del processo di gestione del rischio di liquidità del fondo.

Strumenti finanziari derivati

Nel caso in cui il fondo effettui operazioni in *total return swap* o in altri strumenti finanziari derivati con caratteristiche analoghe, le Linee guida precisano le regole che devono essere seguite per rispettare i limiti alla concentrazione dei rischi. La controparte di questa operazione viene inoltre equiparata a un gestore degli investimenti, nel caso abbia potere discrezionale sulla composizione o la gestione del portafoglio del fondo.

Se le operazioni di cui sopra vengono effettuate, le Linee guida prevedono che il prospetto informativo specifichi i) informazioni sulla strategia sottostante e sulla composizione del portafoglio o dell'indice di investimento, ii) informazioni relative alle controparti delle operazioni, iii) una descrizione del rischio di insolvenza della controparte e dell'effetto sui rendimenti per gli investitori, iv) la misura in cui la controparte assume potere discrezionale sulla composizione o gestione del portafoglio di investimento del fondo o sul sottostante degli strumenti finanziari derivati, chiarendo se è necessaria l'approvazione della controparte in relazione a qualsiasi operazione del portafoglio di investimento del fondo e v), laddove ne ricorrono i presupposti, l'identificazione della controparte come gestore degli investimenti.

Sempre in tema di trasparenza, nel rendiconto annuale dovranno essere fornite anche informazioni sull'esposizione sottostante ottenuta attraverso strumenti finanziari derivati, sull'identità delle controparti e sul tipo e sulla quantità di garanzie ricevute dal fondo per ridurre l'esposizione al rischio di controparte.

Esposizione al rischio di controparte e garanzie

L'ESMA promuove la tutela degli investitori equiparando il rischio di controparte derivante dalle tecniche di gestione efficiente del portafoglio a quello

derivante da operazioni in strumenti finanziari derivati OTC. A tal fine dispone che, nel calcolo dei limiti di rischio verso una medesima controparte, le esposizioni al rischio derivanti da tecniche di gestione efficiente del portafoglio devono essere combinate con quelle derivanti da operazioni in strumenti finanziari derivati OTC.

Le Linee guida estendono inoltre l'ambito di applicazione dei criteri che le garanzie devono rispettare per poter ridurre il rischio di controparte, alle attività ricevute dal fondo nel contesto delle tecniche di gestione efficiente del portafoglio.

Con l'occasione l'ESMA ha inoltre aggiornato i requisiti a cui devono rispondere le garanzie per ridurre il rischio controparte previsti dalle Linee guida CESR/10-788 del 28 luglio 2010.

Tra le principali novità viene precisato che le garanzie devono essere diversificate in termini di paesi, mercati e settori, e viene introdotto un limite di concentrazione massima per emittente pari al 20% del patrimonio netto. Per ridurre l'impatto delle conseguenze derivanti dal possibile fallimento di una controparte, l'ESMA precisa inoltre che le garanzie ricevute devono essere emesse da un soggetto indipendente dalla controparte e non devono mostrare un'elevata correlazione con l'andamento della controparte. Inoltre, in tema di custodia, viene indicato che in caso di trasferimento del titolo di proprietà, le garanzie ricevute devono essere detenute dal depositario del fondo, mentre per altri tipi di contratti di garanzia finanziaria queste possono essere detenute da un depositario terzo, soggetto a vigilanza prudenziale e non legato al prestatore di garanzia. Diverso è infine il novero delle attività che possono essere oggetto d'investimento, laddove il fondo decida di investire le garanzie ricevute in forma di contante (cd. *cash collateral*). In luogo della possibilità generica di investire in attività prive di rischio è precisato che è possibile investire in depositi bancari, in titoli di stato di "alta qualità" e in fondi del mercato monetario a breve termine; inoltre è possibile effettuare operazioni di compravendita a termine con patto di riacquisto di impiego, laddove siano rispettate determinate condizioni.

Specifici presidi in tema di gestione del rischio vengono inoltre richiesti laddove le garanzie ricevute abbiano un valore superiore al 30% delle attività del fondo.

*Le regole
aumentano
il livello di garanzia
e puntano
a ridurre il rischio
di controparte*

In tema di trasparenza, è previsto che il prospetto deve informare chiaramente gli investitori sulla politica in materia di garanzie dell'OICR, specificando i tipi di garanzie consentiti, il livello di garanzie necessario e la politica sugli scarti di garanzia. Nel caso di garanzie in contante, dovrà essere indicata la politica di reinvestimento (compresi i rischi derivanti da quest'ultima).

Indici finanziari

Ai sensi dell'articolo 51, paragrafo 4 della direttiva cd. UCITS², gli Stati membri possono prevedere che, se un fondo investe in strumenti finanziari derivati basati su indici, questi investimenti non devono essere cumulati ai fini della verifica dei limiti di concentrazione. L'articolo 9 della direttiva cd. *Eligible Assets*³ specifica invece quali caratteristiche debbano avere gli indici finanziari per essere considerati attività finanziarie liquide, indipendentemente dal fatto che il sottostante dell'indice sia esso stesso un'attività in cui il fondo può investire. Sul punto la direttiva prevede in particolare che gli strumenti finanziari derivati su indici finanziari la cui composizione sia sufficientemente diversificata, che costituiscono un parametro di riferimento adeguato per il mercato al quale si riferiscono e la cui composizione e calcolo siano oggetto di informazioni appropriate, rientrano nella categoria degli strumenti derivati da considerarsi attività finanziarie liquide.

Viene altresì previsto che, qualora le attività utilizzate come sottostanti di tali indici non rispettano le caratteristiche citate, il fondo dovrà considerare tale esposizione come se facesse riferimento a una combinazione di attività in cui il fondo può investire. In tale fattispecie le posizioni sottostanti concorreranno alla verifica dei limiti di concentrazione.

In questo ambito l'ESMA chiarisce l'applicazione di alcune previsioni contenute nella disciplina comunitaria.

Sul concetto di diversificazione, l'ESMA precisa che l'indice deve essere composto in modo tale che le oscillazioni dei prezzi o le attività di negoziazione riguardanti una componente non abbiano un impatto sul rendimento complessivo dell'indice superiore al 20% (elevato al 35% se l'indice è riferito a mercati regolamentati

² Direttiva 2009/65/CE

³ Direttiva 2007/169/CE

nei quali prevalgono strumenti finanziari di singoli emittenti). Ulteriori chiarimenti vengono forniti con riferimento al rispetto del requisito di diversificazione per gli indici su *commodities* composti da diverse sottocategorie della stessa merce.

In tema di rappresentatività, l'ESMA indica invece che i) l'indice deve avere un unico obiettivo chiaro, ii) l'universo delle sue componenti e la base di selezione delle stesse per la strategia devono essere chiare a investitori e autorità competenti e iii) se la gestione della liquidità rientra nelle strategie dell'indice, questa non deve pregiudicare le metodologie di calcolo dell'indice. L'ESMA precisa inoltre che un indice non risponde a questi requisiti se è stato creato e calcolato su richiesta di un numero limitato di operatori, sulla base delle specifiche da questi fornite.

L'ESMA prevede inoltre che un fondo non deve investire in indici finanziari:

- che abbiano una frequenza di ribilanciamento che impedisce gli investitori di poter replicare l'indice (ad esempio non sono conformi gli indici che si ribilanciano, salvo per adeguamenti tecnici, con frequenza infragiornaliera o giornaliera);
- per i quali la metodologia di calcolo completo volta a replicare l'indice non sia indicata dal provider dell'indice. Tra le informazioni che devono essere fornite, l'ESMA precisa che rientra la fornitura di informazioni particolareggiate sulle componenti dell'indice, il calcolo dell'indice (incluso l'effetto leva all'interno dell'indice), le metodologie di ribilanciamento e le variazioni dell'indice. Tali informazioni dovranno essere facilmente accessibili, a titolo gratuito, per i potenziali investitori oltre che per gli investitori, ad esempio via internet. Le ponderazioni possono essere pubblicate retrospettivamente dopo ogni ribilanciamento;
- la cui metodologia per la selezione e il ribilanciamento delle componenti non si basi su un insieme di norme predeterminate e criteri oggettivi, o consenta modifiche retroattive a valori dell'indice pubblicati in precedenza.

Il fondo deve altresì effettuare un'attività di *due diligence* sulla qualità dell'indice e deve assicurare che questo sia soggetto a una valutazione indipendente.

In tema di trasparenza, è previsto che un fondo che intende far uso dei maggiori limiti di diversificazione previsti dall'articolo 53 della direttiva UCITS deve indicarlo chiaramente nel prospetto, descrivendo anche le condizioni di mercato eccezionali che giustificano tale investimento. Sempre nel prospetto, il fondo deve indicare la frequenza di ribilanciamento e i suoi effetti sui costi nell'ambito della strategia.

Disposizioni transitorie

L'ESMA prevede che le indicazioni contenute nelle Linee guida siano immediatamente applicabili per i fondi creati dal 18 febbraio 2013.

Per i fondi già esistenti diverse disposizioni transitorie regolano l'entrata in vigore degli specifici orientamenti contenuti nelle Linee guida. In alcuni casi è previsto che la disciplina è immediatamente applicabile (come ad esempio quella riferita alle indicazioni relative al reinvestimento del *cash collateral* o, nel caso di UCITS ETF, alle disposizioni relative al trattamento degli investitori del mercato secondario). In altri casi è previsto un periodo transitorio di dodici mesi (ad esempio per le indicazioni in tema di garanzie e di indici finanziari). E' inoltre previsto che le Linee guida non si applicano ai fondi strutturati già esistenti, così come definiti dall'art. 36 del Regolamento (UE) 583/2010, a condizione che questi non accettino alcuna nuova sottoscrizione dopo la data di entrata in vigore delle Linee guida stesse.

Un regime specifico è inoltre stabilito per le informazioni da fornire nel prospetto informativo, nel KIID o a qualsiasi comunicazione di marketing. Al riguardo è precisato che il contenuto dovrà conformarsi alle indicazioni contenute nelle Linee guida alla prima occasione in cui viene pubblicato un documento successivamente alla data di applicazione delle Linee guida, e in ogni caso entro un anno dall'applicazione delle Linee guida.

E' previsto infine che i requisiti relativi alla pubblicazione di informazioni nel rendiconto e nella relazione semestrale di un fondo esistente non si applicano a nessun periodo contabile conclusosi prima della data di applicazione delle Linee guida.

Le iniziative della Commissione europea sui fondi d'investimento a lungo termine

Roberta D'Apice

Alcuni stati membri dell'Unione europea, in risposta alla crisi economica e alla contrazione degli investimenti da parte dei risparmiatori *retail*, stanno studiando delle soluzioni per stimolare la diffusione presso i risparmiatori di fondi d'investimento a lungo termine. Per evitare difformità tra le diverse normative nazionali, tuttavia, la Commissione europea ha avviato una consultazione per verificare l'opportunità di definire una disciplina armonizzata a livello europeo, anche nella prospettiva di consentire la libera circolazione transfrontaliera di questi prodotti.

Lo scorso 26 luglio la Commissione europea ha pubblicato un documento di consultazione nel quale ha sottoposto alla valutazione del mercato l'opportunità di rivedere alcuni aspetti della disciplina UCITS. Tra le proposte delineate dalla Commissione c'è quella di introdurre una disciplina armonizzata dei fondi d'investimento a lungo termine rivolti agli investitori al dettaglio.

La Commissione, infatti, ha rilevato che alcuni stati membri stanno elaborando, secondo approcci non uniformi, modalità di accesso a fondi di investimento a lungo termine da parte degli investitori *retail*. Da qui la necessità di verificare se ci siano spazi per una disciplina armonizzata a livello europeo di questi prodotti, anche nella prospettiva di consentirne la libera circolazione transfrontaliera attraverso il passaporto.

Secondo la Commissione europea l'apertura degli investimenti a lungo termine agli investitori al dettaglio può rappresentare un miglioramento effettivo del mercato interno, attraverso la creazione di nuove opportunità di sviluppo per l'industria europea del risparmio gestito. Questi prodotti consentirebbero il coinvolgimento del mercato *retail* nel finanziamento di attività economiche di primaria importanza come le piccole e medie imprese, che hanno necessità di finanziamenti di lungo periodo e promettono un ampio margine di profitto.

Lo sviluppo degli investimenti a lungo termine aprirà nuove opportunità di sviluppo per il settore

L'incoraggiamento agli investimenti a lungo termine potrebbe anche aiutare a ridurre le pressioni cicliche nei mercati dei capitali, considerata la minore correlazione che avrebbero questi prodotti rispetto agli *asset* che tipicamente costituiscono i portafogli gestiti.

Il successo dell'iniziativa dipenderà in gran parte dall'attività del regolatore che, oltre a definire le caratteristiche del prodotto, dovrà promuovere questi investimenti attraverso la previsione di specifici incentivi. Infatti, la previsione di limitazioni alla possibilità di rimborso, che costituisce una caratteristica essenziale di un investimento a lungo termine, può essere accettata con più facilità da un investitore *retail* nel caso in cui gli vengano riconosciuti dei benefici economici, ad esempio in termini fiscali.

In questo progetto potrebbe rientrare lo sviluppo dei *bank loans fund*, ovvero di veicoli il cui *target* d'investimento principale è costituito dai prestiti erogati dalle banche alle imprese. L'esperienza statunitense suggerisce la presenza di molteplici ragioni per le quali sarebbe auspicabile la previsione di un'apposita disciplina dei *bank loans fund* rivolti agli investitori *retail*.

I prestiti bancari, innanzitutto, rappresentano una componente fondamentale del mercato finanziario e uno strumento di diversificazione del portafoglio. Negli anni recenti si è verificata una migrazione delle scelte degli investitori dal capitale di rischio al capitale di debito, come conseguenza delle preoccupazioni legate allo stato di salute dell'economia globale e alla volatilità dei rendimenti azionari. Questo cambiamento d'approccio ha incentivato gli investitori a comprendere le opportunità derivanti da un rendimento fisso e, nello specifico, a dare rilevanza alle caratteristiche dei prestiti bancari che possono offrire rendimenti superiori alle obbligazioni. I *bank loans* possono, dunque, essere considerati un'opzione complementare per fornire agli investitori *retail* l'opportunità di migliorare il rapporto rischio/rendimento del loro portafoglio, consentendo agli stessi di beneficiare dell'innalzamento della frontiera di efficienza.

Lo strumento dei *bank loan fund* può peraltro favorire il finanziamento delle piccole e medie imprese, attraverso lo sviluppo da parte del mercato del risparmio gestito di specifiche abilità in questo particolare comparto del mercato finanziario. Le banche, dal canto loro, sarebbero incentivate a concedere credito in misura maggiore, in previsione degli afflussi di risorse che deriverebbero dalla sottoscrizione dei fondi.

La definizione di una disciplina sui fondi d'investimento a lungo termine può realizzarsi attraverso diverse opzioni legislative. La Commissione ha richiesto al mercato una valutazione riguardo all'opportunità di introdurre un'apposita normativa volta a disciplinare questa nuova tipologia di prodotto, oppure di disciplinare gli stessi nell'ambito della direttiva UCITS.

La decisione di includere i fondi a lungo termine nella direttiva UCITS renderà necessario un lavoro accurato di revisione della stessa direttiva, volto a salvaguardare e a mantenere elevati gli standard riconosciuti al marchio "UCITS". Infatti, tenuto conto che gli investimenti a lungo termine si caratterizzano per un basso livello di liquidità, in quanto generalmente associati a lunghi periodi di *lock-up*, la disciplina dei fondi di investimento a lungo termine destinati a un mercato *retail* dovrà prevedere periodi minimi di investimento, un novero di *eligible assets* più ampio rispetto a quello previsto per gli UCITS tradizionali e assicurare, allo stesso tempo, un sufficiente livello di liquidità per gli investitori. La possibilità di disinvestire, pur a scadenze predeterminate, è infatti essenziale per assicurare una via d'uscita all'investitore al dettaglio, le cui condizioni finanziarie possono mutare nel corso del tempo.

Ove l'armonizzazione di questi prodotti dovesse prevedere l'emanazione di una direttiva *ad hoc*, è tuttavia fondamentale che le previsioni in essa contenute si ispirino a quelle della direttiva UCITS, con particolare riferimento alle regole in tema di organizzazione interna e di trasparenza, al fine di mantenere alto il livello di fiducia degli investitori.

L'ingresso degli investitori *retail* nel mercato degli investimenti a lungo termine richiederà un coinvolgimento anche delle reti distributive, le quali si troveranno a svolgere una doppia funzione: da un lato un ruolo propulsivo, per la valorizzazione dei potenziali vantaggi che un investimento a lungo termine può determinare, in termini di minore correlazione alle dinamiche di mercato e di premio al rischio; dall'altro un ruolo selettivo, nel senso di aprire l'accesso agli investimenti a lungo termine soltanto agli investitori che sono realmente in una condizione finanziaria tale da consentire il mantenimento dell'investimento per un lungo periodo di tempo.

Assogestioni ha partecipato alla consultazione della Commissione europea e seguirà l'*iter* normativo volto alla formulazione di una proposta da parte della Commissione, anche tenendo conto delle istanze provenienti dalle associate.

*Investendo
sul lungo periodo
è possibile ridurre
la volatilità
e migliorare
il rapporto
tra rischio
e rendimento*

Il Regolamento europeo sullo *short selling*

Deborah Anzaldi

Dal 1° novembre del 2012 è in vigore il Regolamento europeo sullo *short selling* (Regolamento (UE) n. 236/2012), che introduce alcune limitazioni alle vendite allo scoperto e obblighi di segnalazione delle posizioni corte nette sopra una certa soglia. L'obiettivo del Regolamento è di definire un quadro regolamentare, che possa assicurare un maggiore coordinamento dell'attività di vigilanza all'interno dell'Unione e garantire il corretto funzionamento dei mercati finanziari.

Il 1° novembre del 2012 è entrato in vigore il Regolamento (UE) n. 236/2012 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 marzo 2012 (di seguito Regolamento), pubblicato il 24 marzo 2012 nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, relativo alle vendite allo scoperto e ad alcuni aspetti dei contratti derivati riguardanti la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (*credit default swap*).

Il Regolamento introduce un quadro regolamentare comune in tema di vendita allo scoperto, che assicura un maggior grado di coordinamento e di coerenza tra gli stati membri al fine di non ostacolare il controllo sui mercati finanziari e di assicurarne il corretto funzionamento. Il Regolamento, infatti, si applica a tutte le persone fisiche e giuridiche, indipendentemente dal loro luogo di residenza o dal luogo di conclusione dell'operazione, salvo le esenzioni previste per l'attività di supporto agli scambi (*market making*) e le operazioni di mercato primario (*primary dealer*).

In particolare il Regolamento introduce delle restrizioni all'attività di vendita allo scoperto in assenza della disponibilità dei titoli e un regime restrittivo su operazioni scoperte in CDS su emittenti sovrani; inoltre definisce un regime di trasparenza delle posizioni corte nette assunte in titoli azionari, in titoli di debito sovrano e, dove applicabile, alle posizioni scoperte in *credit default swap* (CDS) su emittenti sovrani; infine, più in generale, offre un quadro normativo preventivo che le autorità competenti possono utilizzare in circostanze eccezionali. E'

*Il Regolamento
assicura
un maggiore
coordinamento
a livello europeo
per le operazioni
di vendita
allo scoperto*

noto, infatti, che diversi Stati membri sono intervenuti in materia adottando regole tra loro non uniformi, sia in tema di divieti sia in tema di trasparenza.

Il Regolamento è corredato da quattro regolamenti di esecuzione e attuativi (cd. misure di secondo livello): il regolamento delegato (UE) n. 918/2012 che, tra l'altro, integra il Regolamento per quanto riguarda le definizioni, il regolamento di esecuzione (UE) n. 827/2012 che stabilisce le norme tecniche di attuazione, e due regolamenti delegati in materia di norme tecniche di regolamentazione (il regolamento delegato (UE) n. 919/2012 e il regolamento delegato (UE) n. 826/2012).

Completano la disciplina comunitaria le cosiddette misure di terzo livello dell'*European Securities and Markets Authority* (ESMA), pubblicate sul relativo sito (www.esma.europa.eu) e in aggiornamento costante, come le *Questions & Answers* (cd. Q&A), le Linee guida sulle esenzioni in tema di *market making* e *primary dealer* (ESMA/2013/158) e il parere sulle misure di carattere eccezionale (eventualmente) adottate negli stati dell'Unione europea.

Misure in tema di divieti

Il Regolamento vieta le vendite allo scoperto di titoli azionari e di strumenti di debito in assenza della disponibilità dei titoli (cd. *naked* o *uncovered short sale*), al fine di ridurre il rischio di mancato regolamento dell'operazione di vendita allo scoperto e di volatilità dei mercati.

Per quanto riguarda i titoli azionari, il divieto si applica a quelli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione (cd. MTF), così come definiti dalla direttiva MiFID (Direttiva 2004/39/UE) e per i quali la sede principale di negoziazione (cioè con il più elevato volume di contrattazione) è all'interno dell'Unione europea. Le azioni negoziate nei sistemi dell'UE, ma il cui principale mercato di negoziazione sia al di fuori dell'UE, sono pertanto esenti dall'applicazione del Regolamento. L'ESMA al riguardo pubblica sul suo sito web le azioni esentate dal divieto, così come identificate dalle autorità nazionali competenti.

Per quanto riguarda i titoli di debito, il divieto comprende tutti gli strumenti di debito sovrano emessi da un emittente sovrano ossia da uno stato membro dell'UE (ivi inclusi un ministero, un'agenzia o una società veicolo di tale stato

membro), l'Unione, in caso di stato membro federale, un membro della federazione, una società veicolo per conto di diversi stati membri, un ente finanziario internazionale costituito da due o più stati membri aventi specifiche finalità, la Banca europea degli investimenti (BEI).

Al fine di mantenere un *trade-off* tra i benefici e i possibili rischi collegati all'operatività oggetto di restrizione, il Regolamento consente la vendita allo scoperto solo se "coperta" (cd. *covered short sale*), cioè se al momento e/o prima dell'immissione dell'ordine di vendita esiste una "copertura" dell'operazione ossia siano rispettate determinati accordi, modalità di intesa e misure che garantiscono adeguatamente la disponibilità del titolo oggetto di vendita per il regolamento dell'operazione alla scadenza prevista. Nel caso dei titoli di debito sovrano, queste condizioni non sono necessarie se l'operazione serve a coprire una posizione lunga negli strumenti di debito di un emittente, la formazione del prezzo dei quali sia strettamente correlata a quella del debito sovrano in questione.

Il Regolamento introduce inoltre il divieto di avere posizioni scoperte in un CDS su emittenti sovrani UE. A questo riguardo è precisato che una posizione è considerata scoperta quando non serve a coprire il rischio di inadempimento dell'emittente o il rischio di deprezzamento del valore del debito sovrano, ossia quando la persona fisica o giuridica detiene posizioni attive o è esposto a passività - ivi compresi, ma non in via esaustiva - i contratti finanziari, un portafoglio di attività oppure obbligazioni finanziarie il cui valore è correlato al valore del debito sovrano.

Per identificare se le operazioni in CDS su emittenti sovrani sono posizioni coperte, e pertanto ammissibili, il regolamento delegato identifica le condizioni di correlazione e di proporzionalità che devono essere rispettate tra attività e passività oggetto di copertura e posizione in CDS. Sono anche identificati i casi che non configurano posizioni scoperte in CDS su emittenti sovrani qualora il debitore è stabilito, o le attività o passività sono situate in più di uno stato membro (cd. copertura delle esposizioni multinazionali).

Misure in tema di trasparenza

Il Regolamento prevede un obbligo di trasparenza per importanti posizioni corte nette, al fine di aiutare le autorità competenti a verificare se le posizioni corte nette in azioni o in titoli di debito sovrano nell'Unione creino di fatto rischi sistemici o siano utilizzate per finalità scorrette.

Per le posizioni corte nette in titoli azionari, il Regolamento introduce un modello di trasparenza basato su due livelli: a un livello di notifica più basso è prevista una comunicazione all'autorità di vigilanza competente nel caso in cui la persona fisica o giuridica abbia lo 0,2% del capitale azionario emesso da una società le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato europeo o in un sistema multilaterale di negoziazione e per le quali la sede principale di negoziazione è all'interno dell'Unione europea; a un livello più alto (0,5%) è necessaria una comunicazione anche al mercato. Ulteriori comunicazioni sono poi previste in caso di incremento o diminuzione delle soglie rilevanti precedentemente raggiunte (con variazioni pari allo 0,1%).

Per le posizioni corte nette in titoli di debito sovrano UE, invece, è prevista una comunicazione solo verso l'autorità di vigilanza laddove sia varcata la rilevante soglia di notifica e le soglie incremental successive. Il regolamento attuativo precisa che la soglia rilevante per la notifica è una percentuale dell'importo totale del debito sovrano emesso in essere per ogni emittente sovrano, corretto per la relativa *duration* (*modified duration*). Sono previste due aliquote diverse in relazione alla dimensione del debito: è individuata un'aliquota dello 0,1% laddove questo valore sia inferiore o uguale a 500 miliardi di euro, mentre è prevista un'aliquota dello 0,5% in caso contrario o laddove esista un mercato liquido del *future* sul debito sovrano. I livelli incremental aggiuntivi sono invece fissati al 50% delle soglie iniziali.

L'ESMA aggiorna e pubblica trimestralmente le soglie monetarie su ciascun debito sovrano, così come identificate dalle autorità nazionali competenti, superate le quali scatta l'obbligo di trasparenza. A titolo d'esempio, al 1° febbraio del 2013 la soglia iniziale monetaria sul debito italiano era pari a 37.230 milioni di euro, mentre la soglia incrementale era pari a 18.615 milioni di euro.

Il Regolamento prevede che la valutazione della posizione corta netta dovrà essere effettuata considerando la posizione detenuta alla mezzanotte del giorno di negoziazione; mentre la sua eventuale comunicazione all'autorità competente e/o al mercato dovrà essere effettuata entro le ore 15.30 del giorno di negoziazione immediatamente successivo.

I criteri per determinare le posizioni corte e le posizioni lunghe (e, per differenza, le posizioni corte nette) sono definiti nel Regolamento, mentre il regolamento delegato identifica il metodo analitico del calcolo. In generale, viene previsto che le posizioni dirette e indirette detenute - come ad esempio attraverso gli

*Dal 2012
sono previste
nuove regole
di trasparenza
in merito
alle posizioni
nette corte
in titoli azionari*

strumenti finanziari derivati su indici, su *basket* di titoli e gli ETF - concorrono al calcolo della posizione corta netta.

Ulteriori precisazioni sono inoltre fornite per determinare le posizioni oggetto agli obblighi di trasparenza per le società di gestione di fondi, o quando soggetti diversi in un gruppo detengono posizioni lunghe o corte.

Sul sito dell'ESMA è disponibile un documento contenente l'elenco degli indirizzi dei siti internet dei singoli stati membri volti a raccogliere le notifiche destinate alle autorità di vigilanza e al mercato, e un documento dove è possibile conoscere il luogo di pubblicazione delle comunicazioni al mercato relative alle posizioni corte nette su azioni.

Poteri di intervento delle autorità competenti in circostanze eccezionali

Il Regolamento non limita la possibilità delle autorità competenti dei singoli stati membri e, in alcuni casi, dell'ESMA di adottare in circostanze eccezionali ulteriori divieti e obblighi di trasparenza a quelli previsti in via permanente dal Regolamento, ma rende più uniforme e articolata la loro introduzione.

In particolare, il Regolamento introduce un potere di coordinamento da parte dell'ESMA che prevede anche lo scambio di pareri sulla congruità delle misure eccezionali adottate o proposte.

A titolo d'esempio, in circostanze eccezionali le autorità potranno:

- restringere temporaneamente la vendita allo scoperto di tutti gli strumenti finanziari, in caso di una diminuzione significativa di prezzo (ad esempio se la diminuzione di un titolo azionario liquido è pari o superiore al 10%);
- richiedere a tutte le persone fisiche e giuridiche una notifica all'autorità di vigilanza e una comunicazione al mercato di una posizione corta netta detenuta su uno specifico strumento finanziario, o categorie di strumenti finanziari diversi da quelli sottoposti agli obblighi di trasparenza permanenti;
- richiedere alle persone che effettuano operazioni di prestito su uno specifico strumento finanziario o categoria di strumento finanziario di notificare all'autorità di vigilanza ogni variazione significativa delle commissioni richieste;
- vietare o imporre condizioni ulteriori sulle vendite allo scoperto e operazioni analoghe;
- imporre ulteriori restrizioni alle operazioni relative a CDS su emittenti sovrani.

L'adozione del Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti d'interessi

Roberta D'Apice

Assogestioni ha raccolto e analizzato i dati relativi all'adesione delle società associate al Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti di interessi, approvato dal Consiglio direttivo dell'associazione nel giugno del 2010. L'analisi ha dimostrato che, anche se negli ultimi due anni il numero delle società aderenti è rimasto stabile, quelle che hanno scelto di aderire oggi rappresentano quasi il 100% del patrimonio totale gestito dalle associate di diritto italiano.

Nel secondo anno di applicazione del Protocollo di autonomia le società che hanno dichiarato di aderire al Protocollo sono 45 (su un totale di 64 società associate) e rappresentano il 96% del patrimonio gestito del totale delle associate di diritto italiano. Inoltre hanno aderito al Protocollo due società di diritto estero appartenenti a gruppi di gestione di base italiana e una società di diritto italiano preposta a coordinare le attività e il settore dell'*asset management*.

Sette società su 45 (che rappresentano il 37% circa del patrimonio gestito complessivo) hanno adottato integralmente le raccomandazioni del Protocollo, alcune di queste ricorrendo a misure di gestione dei conflitti di interessi considerate, dal Consiglio direttivo di Assogestioni, equivalenti a quelle raccomandate dal Protocollo.

Trentotto società su 45 (che rappresentano il 59% 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.

Cinque società su 64 (che rappresentano il 2% circa del patrimonio gestito complessivo) hanno rinviato l'adozione del Protocollo, motivando questa scelta in ragione di: (i) revisioni in essere della struttura organizzativa della

Le società che aderivano al Protocollo nel 2012 rappresentavano il 96% del patrimonio complessivo

società (tre società); (ii) approfondimenti in corso sugli aspetti di *governance* connessi all'adozione del Protocollo (due società).

Infine quattordici società su 64 (che rappresentano il 2% del patrimonio gestito complessivo) hanno ritenuto di non aderire al Protocollo, motivando questa scelta nel seguente modo: (i) struttura dell'azionariato (sette società); (ii) dimensione e tipologia dei fondi gestiti dalla SGR (quattro società) e (iii) soggezione a un ordinamento straniero (tre società).

Le raccomandazioni in tema di cumulo di funzioni

Tra le società aderenti al Protocollo, quarantuno (il 91% di quelle che hanno aderito) hanno seguito nella sostanza le raccomandazioni in materia di consiglieri indipendenti. Questi rappresentano, infatti, la maggioranza dei membri del consiglio in quattro casi, tra 1/3 e la metà dei membri del consiglio in quattordici casi e meno di 1/3 in ventitré casi.

Le quattro società che non hanno aderito alle raccomandazioni in materia di consiglieri indipendenti hanno motivato questa scelta prevalentemente in ragione di: (i) assetto proprietario della società (manifestando tuttavia l'intenzione di aderire in futuro alle raccomandazioni in questione); (ii) *policy* del gruppo di appartenenza.

Tra le dodici società con un numero di consiglieri indipendenti pari o superiore a tre, sette società hanno aderito *tout court* alla raccomandazione del Protocollo di costituire un comitato composto interamente da consiglieri indipendenti, chiamato a esercitare le funzioni che il Protocollo devolve a tali consiglieri nella gestione dei conflitti di interessi. Due società hanno adottato misure equivalenti alla istituzione di un comitato composto interamente da consiglieri indipendenti, mentre quattro società non hanno istituito un apposito comitato di consiglieri indipendenti.

Una società (che prevede due consiglieri indipendenti su sette consiglieri) ha attribuito ai consiglieri indipendenti il potere di esprimere pareri aventi carattere vincolante in relazione alla stipulazione di convenzioni con parti correlate.

Per quanto riguarda i comitati specializzati (di controllo interno, di *compliance*, di remunerazione), sei società hanno adottato la raccomandazione del Protocollo.

lo che prevede che questi comitati siano presieduti da un consigliere indipendente e siano composti in maggioranza da consiglieri indipendenti.

Le società aderenti alla raccomandazione sui consiglieri indipendenti hanno valutato la sussistenza in capo agli stessi dei requisiti di indipendenza previsti dal Protocollo, applicando i criteri in esso individuati.

Tutte le società aderenti alla raccomandazione sui consiglieri indipendenti hanno attribuito loro il compito di rilasciare pareri sulla stipulazione di convenzioni con parti correlate di cui all'articolo 1, comma 1, lettera y), del Protocollo.

Ventisette società (il 66% di quelle che hanno adottato le raccomandazioni) hanno attribuito ai consiglieri indipendenti (o al comitato remunerazione, ove previsto) il compito di esprimere un parere per la remunerazione dei componenti dell'organo con funzione di gestione, del direttore generale, dei dirigenti con deleghe operative e dei gestori. Tra queste società, due hanno attribuito il compito di esprimere un parere sui criteri di remunerazione ad altri comitati specializzati (composti sempre in maggioranza da consiglieri indipendenti e presieduti da un consigliere indipendente). Due società hanno adottato parzialmente la raccomandazione del Protocollo.

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

Le raccomandazioni sui limiti 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.

Otto società (il 17,8% di quelle che hanno aderito al Protocollo) sono estranee a qualsiasi forma di eterodirezione. A esse pertanto non si applicano i limiti al cu-

mulo di funzioni nelle società del gruppo previsti dall'articolo 8.3 del Protocollo.

Sedici società su 37 (il 37,8% di quelle che hanno aderito al Protocollo) hanno adottato *tout court* i limiti al cumulo di funzioni nelle società del gruppo previsti dall'articolo 8.3 del Protocollo. Otto società su 37 hanno considerato rispettati i limiti al cumulo raccomandati dal Protocollo nel caso in cui: (i) il consigliere indipendente della società assuma la carica di consigliere indipendente in altra società del gruppo; (ii) il consigliere della società rivesta analogo carica presso le società del gruppo, ma sia privo di deleghe operative; (iii) il consigliere rivesta cariche esecutive o sia dirigente con deleghe operative nella holding di controllo (indipendentemente dall'esercizio di una attività di direzione e coordinamento). Quattro società su 37 hanno valutato di adottare limiti al cumulo di funzioni in società del gruppo equivalenti a quelli raccomandati dal Protocollo. Una società su 37 ha adottato parzialmente il limite al cumulo di funzioni nelle società del gruppo.

Nove società su 37 non hanno adottato i limiti in esame. Questa scelta è stata essenzialmente motivata facendo riferimento alle caratteristiche dell'ordinamento di provenienza della capogruppo (quattro società), alla dimensione o tipologia dei fondi gestiti dalla società (quattro società). Una società ha 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.

Quarantaquattro società su 45 hanno adottato *tout court* i limiti al cumulo di funzioni nella banca depositaria. Una società non ha adottato i limiti al cumulo di funzioni nella banca depositaria.

Quarantatre società su 45 hanno adottato *tout court* i limiti al cumulo di funzioni nelle società emittenti. Due società hanno scelto di non adottare la raccomandazione in esame, tenuto conto del peso meramente residuale degli strumenti finanziari nei patrimoni in gestione.

Il decreto “Salva Italia” e il cumulo di cariche nel settore finanziario

Roberta D’Apice e Alessandra Russo

L’art. 36 del decreto legge “Salva Italia” ha introdotto il cosiddetto “divieto di *interlocking*” in imprese o gruppi di imprese concorrenti operanti nei mercati del credito, assicurativo e finanziario. Questa disposizione - che rappresenta un’importante risposta normativa all’indagine conoscitiva svolta dall’AGCM nel 2008 sugli assetti di *corporate governance* di banche, imprese assicurative e SGR - presenta diversi elementi di complessità sotto il profilo interpretativo e applicativo, che tuttavia hanno già ricevuto dei chiarimenti da parte delle autorità di vigilanza chiamate a garantire il rispetto del divieto.

L’art. 36 del cosiddetto decreto “Salva Italia”¹, ponendosi nel solco tracciato da altre regole presenti nell’ordinamento italiano e tese a circoscrivere il fenomeno delle *interlocking directorships*, si propone di colmare le lacune del precedente quadro normativo e incentivare piene dinamiche competitive nel settore creditizio, finanziario e assicurativo.

In particolare, la disposizione vieta ai titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo e ai funzionari di vertice in imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari di assumere o esercitare analoghe cariche in imprese o gruppi di imprese concorrenti, cioè quelli tra cui non intercorrono rapporti di controllo ai sensi dell’art. 7 della legge 10 ottobre 1990, n. 287 e che operano nei medesimi mercati del prodotto e geografici.

Ai titolari di cariche incompatibili è data facoltà di optare, entro 90 giorni dalla nomina, per la carica che intendono mantenere, pena la decadenza da entrambe le cariche rivestite, che dovrà essere dichiarata dagli organi competenti degli organismi interessati nei trenta giorni successivi alla scadenza del termine o alla conoscenza dell’inosservanza del divieto ovvero, in caso di inerzia, dall’autorità di vigilanza di settore competente.

Il decreto vieta il cumulo di cariche in imprese concorrenti attive nel mercato creditizio, assicurativo e finanziario

¹ Legge 22 dicembre 2011, n. 214, entrata in vigore il 28 dicembre 2011, che ha convertito il decreto 6 dicembre 2011, n. 201 recante “Disposizioni urgenti per la crescita, l’equità e il consolidamento dei conti pubblici”.

Si tratta di un'ipotesi di incompatibilità "secca", dato che la sanzione della decadenza non è rimessa ad alcuna valutazione discrezionale: i titolari di cariche negli organi di *governance* o i funzionari di vertice cessano dal rispettivo ufficio per il semplice fatto di detenere analoghe cariche in imprese o gruppi di imprese concorrenti.

Al fine di superare gli elementi di complessità applicativa sollevati dalla norma, promuovendo un'attuazione agevole e uniforme da parte del mercato, le autorità di vigilanza sono intervenute elaborando dei primi indirizzi interpretativi e applicativi² del divieto in questione, in assenza di norme di ulteriore dettaglio.

Figure aziendali interessate dal divieto

Per quanto riguarda l'ambito soggettivo di applicazione della norma, la prescrizione di cui all'art. 36 opera nei confronti dei titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo e dei funzionari di vertice (per questi ultimi si intendono coloro che rivestono la carica di direttore generale nonché, per le società quotate, i dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari previsti dall'art. 154-bis del TUF).

Come chiarito dalle autorità, rientrano nel perimetro di *enforcement* della norma anche gli amministratori indipendenti, in quanto in ogni caso *titolari* di cariche nell'organo di gestione. Rimangono fuori dalla portata del divieto i sindaci supplenti, almeno sino a quando non comincino a esercitare effettivamente le funzioni in supplenza.

Sotto distinto ma correlato aspetto la norma vieta la titolarità di una carica "analogha" in un'impresa o in un gruppo di imprese concorrente. Anche se la lettera della norma potrebbe suggerire un'interpretazione restrittiva, limitando

² Le autorità di vigilanza sono intervenute con i seguenti documenti: (i) Documento Congiunto "Criteri per l'applicazione dell'art. 36 del d. l. "Salva Italia" (cd. "divieto di *interlocking*")" del 20 aprile 2012, pubblicato, sui rispettivi siti internet, da Banca d'Italia, Consob, ISVAP in collaborazione con l'AGCM che ne condivide i contenuti; (ii) Documento Congiunto "Criteri per l'applicazione dell'art. 36 del d. l. "Salva Italia" (cd. "divieto di *interlocking*")" FAQ, del 13 giugno 2012, pubblicato, sui rispettivi siti internet, da Banca d'Italia, Consob, ISVAP in collaborazione con l'AGCM che ne condivide i contenuti; (iii) Protocollo d'Intesa per il coordinamento ai fini dell'applicazione dell'art. 36 del d. l. "Salva Italia" (cd. "divieto di *interlocking*") del 14 giugno 2012 pubblicato, sui rispettivi siti internet, da Banca d'Italia, Consob, Isvap in collaborazione con l'AGCM; (iv) Comunicato della Banca d'Italia sulla dichiarazione di decadenza ai sensi dell'art. 36 del d. l. "Salva Italia", pubblicato sul proprio sito internet, del 22 giugno 2012.

il divieto all'ipotesi in cui lo stesso soggetto assuma una corrispondente o una medesima carica nelle imprese *interlocked*, le autorità chiariscono che deve intendersi vietato il cumulo tra qualsiasi carica assunta o esercitata nel consiglio di amministrazione, di gestione, di sorveglianza, nel collegio sindacale e in qualità di funzionario di vertice.

Le imprese interessate dal divieto

Dal punto di vista oggettivo, il divieto posto dalla norma interessa le imprese e i gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari, cioè tutti i soggetti la cui attività è sottoposta ad autorizzazione e vigilanza ai sensi del TUB, del TUF e del codice delle assicurazioni o di normative speciali che fanno rinvio a queste discipline.

In questa prospettiva la disposizione si applica evidentemente anche alle SGR e alle SICAV. Il divieto, invece, non riguarda altre imprese comunque non operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari, siano esse ricomprese o meno in gruppi bancari, assicurativi o finanziari o controllate ai sensi della legge anti-trust (imprese industriali e quelle che svolgono servizi accessori o strumentali). L'unica eccezione è rappresentata dalle holding di sola partecipazione che controllino direttamente gruppi/conglomerati bancari, assicurativi o finanziari o imprese individuali che operino in questi settori.

Per quanto riguarda invece l'ambito transfrontaliero, esulano dal campo di applicazione del divieto le cariche assunte in imprese estere anche se operanti in Italia attraverso succursali e se controllanti di gruppi italiani, ovvero quelle in succursali di imprese estere presenti in Italia. Al contrario risultano soggette le filiazioni di operatori esteri, essendo a tutti gli effetti delle società italiane.

Accanto al parametro di tipo soggettivo, le autorità ne individuano un secondo di tipo quantitativo, al fine di circoscrivere l'applicazione del divieto alle imprese di dimensioni potenzialmente in grado di assumere rilievo sotto il profilo della tutela della concorrenza. In particolare il divieto trova applicazione nel caso anche una sola delle imprese (o gruppi di imprese), in cui il soggetto detiene cariche, presenti un fatturato totale³ di almeno 47 milioni di euro, rea-

³ Per fatturato deve intendersi, per le banche e gli altri intermediari finanziari, un decimo del totale dell'attivo dello stato patrimoniale esclusi i conti d'ordine, e per le compagnie assicurative il valore dei premi incassati.

lizzato a livello nazionale dall'impresa o dal gruppo di appartenenza. Tuttavia - e di qui il coordinamento con il primo parametro - ai fini del calcolo occorre considerare esclusivamente il fatturato dell'impresa, del gruppo o del conglomerato operante nei mercati del credito, assicurativi e finanziari. Qualora una SGR sia inserita all'interno di un gruppo industriale, quindi, il parametro quantitativo deve essere calcolato esclusivamente in capo alla sola SGR. Le *holding* di sola partecipazione, invece, rilevano solo ai fini dell'individuazione delle cariche da considerare ai fini del divieto e non anche delle soglie di fatturato.

I gruppi di imprese concorrenti

Nel divieto posto dall'art. 36 ricadono, tra l'altro, i gruppi di imprese concorrenti. A questo riguardo le autorità, mentre chiariscono come si debba individuare il mercato rilevante in cui operano i gruppi di imprese, fanno ricadere nell'ambito di applicazione del divieto: (i) gli incroci tra cariche in imprese che, pur appartenendo a gruppi diversi, sono direttamente attive in mercati concorrenti; (ii) gli incroci tra cariche in imprese, appartenenti a gruppi diversi, delle quali almeno una sia la capogruppo; (iii) le situazioni in cui le cariche ricoperte riguardano imprese, appartenenti a gruppi attivi in concorrenza, che operano individualmente in mercati diversi, a condizione che il fatturato a livello nazionale di ciascuna delle imprese considerate sia superiore al 3% del fatturato nazionale del gruppo di appartenenza. Tuttavia, in quest'ultima ipotesi, nel caso in cui le cariche incrociate riguardino un gruppo/conglomerato e un'impresa *stand alone*, il divieto si applica se l'impresa del gruppo/conglomerato presenta un fatturato superiore alla soglia del 3%, tenuto conto che il fatturato dell'impresa *stand alone*, per sua natura, è da considerarsi superiore alla soglia.

I mercati "rilevanti": mercato del prodotto e mercato geografico⁴

Se in termini negativi il divieto posto dall'art. 36 non trova applicazione nei

⁴ Il mercato del prodotto comprende tutti i prodotti intercambiabili o sostituibili dal consumatore, in ragione delle caratteristiche, dei loro prezzi e dell'uso al quale sono destinati; il mercato geografico, invece, comprende l'area nella quale le imprese considerate forniscono o acquistano prodotti o servizi, nella quale le condizioni di concorrenza sono sufficientemente omogenee, e che può essere tenuta distinta dalle zone geografiche contigue per l'assenza di significative possibilità di sostituzione geografica. Tali nozioni si rinvencono nella *Comunicazione della Commissione europea C372/97 sulla definizione di mercato rilevante ai fini dell'applicazione del diritto comunitario in materia di concorrenza*, poi recepite nel Formulario per la comunicazione di un'operazione di concentrazione del 1 luglio 1996, pubblicato sul sito dell'AGCM.

confronti delle imprese tra cui sussiste un rapporto di controllo ai sensi della normativa antitrust (nonché tra le cariche detenute nell'impresa comune risultante dalla *joint venture* e quelle detenute nelle società che vi partecipano), in termini positivi il divieto riguarda le imprese che operano nel medesimo mercato, definito in senso merceologico e geografico.

Per agevolare l'individuazione degli ambiti di concorrenza che generano incompatibilità, le autorità, con esclusivo riferimento al settore del risparmio gestito, operano anzitutto una prima distinzione tra gestione di fondi comuni d'investimento mobiliare e gestione su base individuale di patrimoni mobiliari e in fondi, ciascuno dei quali con una fase produttiva avente dimensione geografica nazionale e una fase distributiva provinciale.

Nel valorizzare il criterio discrezionale della sostituibilità tra prodotti - in ragione delle loro caratteristiche, prezzi e uso cui sono destinati - viene tuttavia sottolineata l'esistenza di margini atti a realizzare un'individuazione più granulare dei mercati nel comparto delle gestioni collettive.

In particolare, secondo le autorità, l'investimento in fondi immobiliari appare differente e non succedaneo a quello in fondi mobiliari aperti, innanzitutto in ragione delle caratteristiche degli investimenti effettuati dal fondo. Un'analoga esigenza di differenziazione, inoltre, esiste in riferimento ai fondi mobiliari aperti e chiusi, oltre che a quelli destinati alla clientela retail e quelli riservati a investitori professionali. Questo criterio di segmentazione, del resto, opera sia sul mercato della produzione sia su quello della distribuzione. A quest'ultimo riguardo, infatti, due SGR/SICAV non sono da considerarsi in concorrenza qualora una di queste operi nel mercato dei fondi/comparti mobiliari aperti in una determinata provincia e l'altra operi nel medesimo mercato ma in una provincia diversa⁵.

Modalità di accertamento e dichiarazione di decadenza

Gli ulteriori interventi interpretativi delle autorità di vigilanza riguardano il momento più propriamente comminatorio della normativa. In particolare, si chiarì-

⁵ Nella medesima prospettiva si è portati a concludere che, pur non rinvenendosi alcun espresso richiamo ai prodotti finanziario-assicurativi di tipo *united linked* e *index linked*, e ai prodotti finanziari emessi da banche come *covered warrant*, *certificates* e obbligazioni strutturate, la segmentazione operata nel mercato del risparmio gestito, tuttavia, giustifica in particolar modo una scissione tra tali prodotti rispetto agli OICR.

Il divieto riguarda le imprese che operano nel medesimo mercato, in senso sia merceologico sia geografico

sce che i soggetti titolari di cariche incompatibili, entro 90 giorni dalla nomina, sono tenuti a comunicare l'opzione esercitata agli organi societari competenti per l'accertamento dei requisiti. In caso di mancato esercizio dell'opzione, va comunicato l'elenco delle cariche rivestite presso altri intermediari, accompagnato da un'attestazione, sotto la propria responsabilità, che le cariche detenute non danno luogo a incompatibilità ai sensi dell'art. 36, indicandone le ragioni.

Entro 30 giorni dalla scadenza del predetto termine - o dalla conoscenza della situazione che dà luogo della situazione di incompatibilità - l'organo competente decide in merito alla sussistenza o meno del divieto e, se ci sono i presupposti, dichiara la decadenza dell'interessato dall'ufficio. Copia del verbale della riunione, analiticamente motivato, va trasmesso entro 30 giorni all'autorità o alle autorità di settore competenti, nonché all'AGCM qualora la delibera contenga valutazioni attinenti ai mercati del prodotto e geografici o alla sussistenza di situazioni di controllo ai sensi della disciplina antitrust.

In caso di inerzia dell'organo aziendale competente, la decadenza è pronunciata dall'autorità di settore competente.

Se un soggetto che detiene cariche in violazione del divieto è rinominato nelle stesse cariche (ad esempio in caso di scadenza del mandato e riconferma da parte dell'organo societario competente, oppure per dimissione e riconferma mediante cooptazione) il termine per l'esercizio dell'opzione non riprende a decorrere dal momento della nuova nomina, bensì decorre dalla data originaria di insorgenza dell'incompatibilità. Analogamente, se la nuova carica risulta diversa da quella inizialmente detenuta ma continua a essere incompatibile (ad esempio in caso di attribuzione di nuove deleghe a un amministratore, oppure di assegnazione o esclusione da comitati), o è assunta in altre imprese dello stesso gruppo, la data da cui decorre il termine per l'esercizio dell'opzione resta sempre quella di insorgenza dell'incompatibilità.

Le autorità inoltre precisano che, qualora l'incrocio riguardi imprese soggette a diverse autorità di settore competenti, ai fini dell'applicazione del divieto ciascuna impresa inoltra il verbale solo alla propria autorità di settore, fermo l'invio all'AGCM nei casi sopra richiamati.

Gli obblighi di adeguata verifica della clientela e l'esecuzione da parte di terzi

Sonia Maffei, Simona Spiriti

Nel corso del primo trimestre del 2012, la Banca d'Italia ha avviato una consultazione pubblica sulle disposizioni attuative del decreto legislativo n. 231 del 2007 in materia di adeguata verifica della clientela e modalità di registrazione delle operazioni e dei rapporti e di tenuta dell'Archivio Unico Informatico. In attesa del Provvedimento definitivo, Assogestioni ha sollecitato l'adozione di alcuni principi fondamentali, in particolar modo nelle ipotesi di esecuzione degli "obblighi da parte di terzi", fermi restando la responsabilità finale delle SGR e l'obbligo di trasmissione dei dati e delle informazioni acquisite in capo agli intermediari che entrano in contatto diretto con la clientela.

Il 2 febbraio del 2012, la Banca d'Italia ha avviato una consultazione pubblica sulle disposizioni attuative del decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 (di seguito, anche, il Decreto antiriciclaggio), per l'emanazione di un Provvedimento recante disposizioni attuative in materia di adeguata verifica della clientela.

La consultazione, che si è conclusa il successivo 15 marzo, ha interessato anche alcune parti del Provvedimento della stessa Banca d'Italia del 23 dicembre 2009, che raccoglieva disposizioni attuative per la tenuta dell'Archivio Unico Informatico (AUI) e per le modalità semplificate di registrazione, modificate per essere adatte in vista dell'emanazione del nuovo Provvedimento in tema di adeguata verifica.

Le nuove disposizioni - che troveranno applicazione anche nei confronti delle operazioni e dei rapporti in essere alla data di entrata in vigore del nuovo Provvedimento - forniscono, tra le altre, specifiche indicazioni sulle modalità con le quali i soggetti tenuti all'osservanza degli obblighi antiriciclaggio potranno avvalersi dell'adeguata verifica della clientela effettuata da soggetti terzi.

Quest'ultimo aspetto, in particolare, è di grande interesse per le società di gestione del risparmio (SGR) che operano in Italia: il nostro mercato, infatti, è caratterizzato da una forte prevalenza del collocamento di prodotti del risparmio

Le disposizioni chiariscono le modalità per avvalersi dell'adeguata verifica della clientela da parte di terzi

gestito effettuato attraverso le reti di distribuzione del canale bancario, piuttosto che attraverso il collocamento diretto da parte del gestore.

A tale proposito Assogestioni - fermo restando l'obiettivo dell'autorità di vigilanza di calibrare gli obblighi antiriciclaggio in funzione del modello distributivo adottato - già nella risposta alla consultazione ha sottolineato come il raggiungimento di tale obiettivo sembra essere in parte ostacolato dalla previsione in forza della quale, nel caso di operazioni aventi ad oggetto la sottoscrizione di parti di OICR, gli obblighi di adeguata verifica debbano essere comunque *"assolti dal destinatario con il quale l'operazione è intercorsa, anche se l'operazione stessa sia stata eseguita per il tramite di altri destinatari"*.

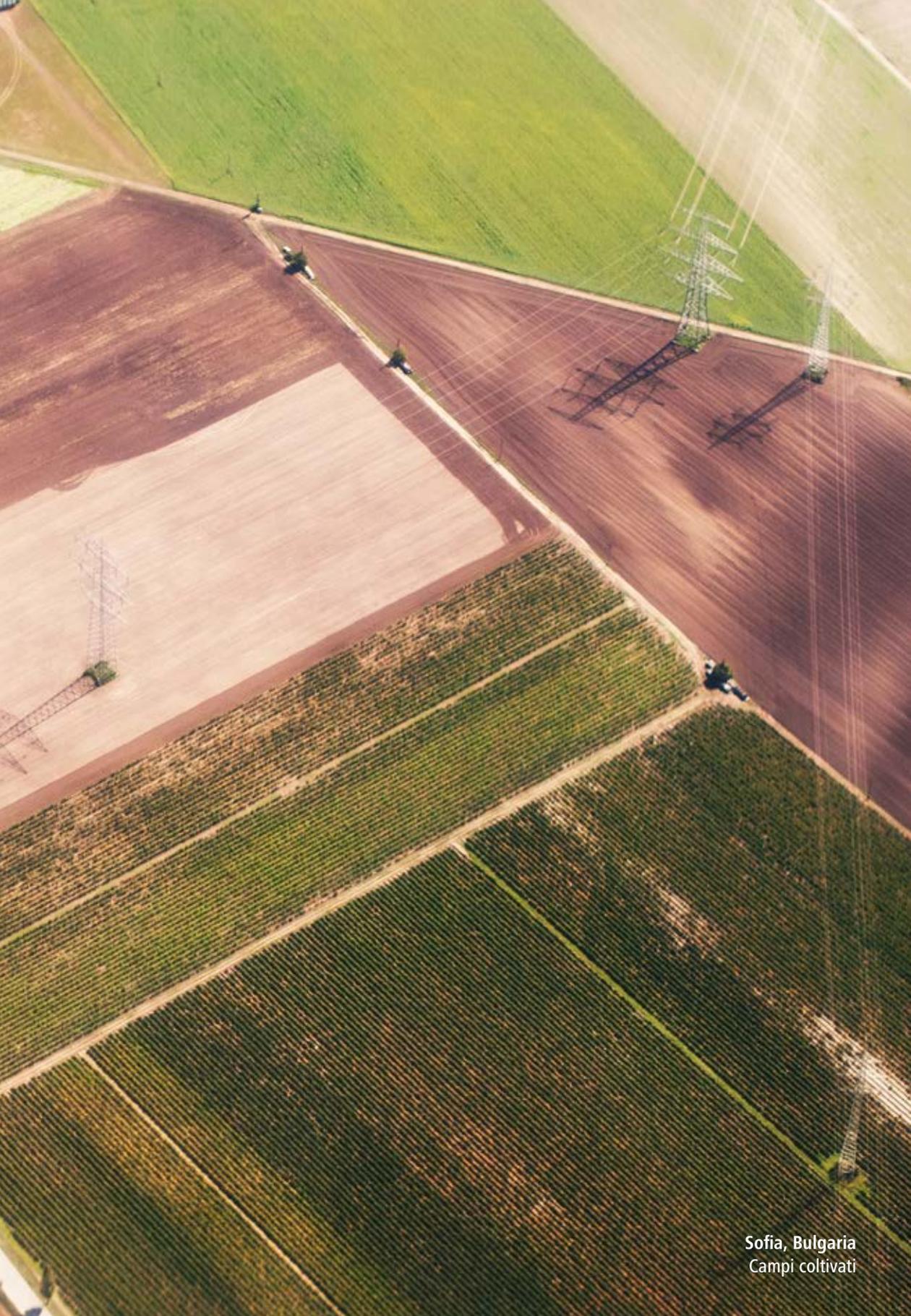
Al fine di tenere conto delle specificità del modello distributivo italiano, semplificando notevolmente gli adempimenti ed evitando una duplicazione degli obblighi in capo ai diversi intermediari, è stata, quindi, avanzata la proposta di sancire espressamente il principio secondo il quale, nel caso di esecuzione da parte di terzi, le SGR possano avvalersi dei dati e delle informazioni acquisite da questi ultimi nell'ambito dell'adeguata verifica, fermi restando: a) la responsabilità finale delle SGR per l'assolvimento degli obblighi di adeguata verifica; b) l'obbligo, in capo agli intermediari che entrano in contatto diretto con la clientela, di trasmissione dei dati e delle informazioni acquisite.

In attesa dell'emanazione del Provvedimento definitivo da parte della Banca d'Italia, Assogestioni ha ritenuto, comunque, necessario provvedere all'individuazione del set di informazioni utili alle SGR per poter adempiere agli obblighi di adeguata verifica della clientela.

A tal fine, è attualmente in corso una collaborazione tra i competenti Gruppi di lavoro dell'associazione e il Tavolo Tecnico interassociativo per la standardizzazione dei fondi comuni, con l'obiettivo di integrare il set di informazioni minimo individuato all'interno delle Linee guida per la standardizzazione dell'operatività dei fondi di investimento, al fine di ricomprendervi anche i dati e le informazioni necessari per adempiere agli obblighi derivanti dalla normativa antiriciclaggio.

Le Linee guida elaborate dal Tavolo Tecnico, si ricorda, definiscono uno *standard* di mercato volto a promuovere e favorire la standardizzazione dei flussi informativi tra gli operatori (intermediari collocatori, SGR, banche depositarie e soggetti incaricati dei pagamenti per la commercializzazione di fondi esteri) nel processo di sottoscrizione e rimborso delle quote dei fondi comuni d'investimento.





Sofia, Bulgaria
Campi coltivati

TASSAZIONE

Il recepimento della direttiva UCITS IV e gli effetti sulla normativa fiscale

Arianna Immacolato, Francesca Moretti

La nuova disciplina fiscale degli OICVM italiani, come definita dal cosiddetto “decreto Milleproroghe” del 2010, è entrata in vigore il 1° luglio del 2011 ed è stata oggetto di successive modifiche e integrazioni. Alcune importanti modifiche sono state apportate dal d.lgs. 16 aprile 2012, n. 47, attraverso il quale è stata introdotta anche nel nostro Paese la direttiva UCITS IV (direttiva 2009/65/CE del 13 luglio 2009). Il decreto, infatti, contiene alcune norme che hanno lo scopo di dare attuazione, sotto il profilo fiscale, ai nuovi istituti previsti dalla direttiva UCITS IV e, in particolare, a quello del passaporto del gestore e delle operazioni di fusione transfrontaliere tra OICVM.

La direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009 (direttiva UCITS IV) in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) è stata attuata in Italia con il d.lgs. 16 aprile 2012, n. 47¹. Il decreto e la disciplina secondaria, emanata in seguito da Banca d'Italia e CONSOB, hanno apportato significative modifiche al quadro normativo di riferimento della gestione collettiva del risparmio, introducendo misure volte ad agevolare l'abolizione delle restrizioni alla libera circolazione delle quote o azioni di OICVM nell'ambito del mercato europeo e, nel contempo, una tutela più efficace e più uniforme dei detentori di quote o azioni di OICVM.

In particolare, in linea con la direttiva UCITS IV, la normativa di attuazione da un lato ha ridefinito alcuni aspetti della disciplina vigente in materia di OICVM (come ad esempio nel caso dell'offerta transfrontaliera di OICVM), e dall'altro ha introdotto nuovi e importanti istituti - come il passaporto del gestore, le fusioni transfrontaliere tra OICVM e le strutture *master-feeder* - al fine di promuovere l'operatività transfrontaliera delle società di gestione del risparmio (SGR).

La direttiva UCITS IV ha reso necessarie alcune modifiche alla disciplina fiscale degli OICVM

¹ La direttiva UCITS IV ha rifiuto la direttiva 85/611/CEE del Consiglio del 20 dicembre 1986.

Peraltro, sotto l'aspetto fiscale, la concreta attuazione di questi istituti ha reso necessarie alcune modifiche e integrazioni alla disciplina fiscale degli organismi d'investimento.

Il passaporto del gestore e le operazioni di compensazione del risparmio d'imposta

Prima dell'attuazione della direttiva UCITS IV, una SGR stabilita in uno Stato membro dell'Unione europea non poteva istituire e gestire un OICVM in uno Stato membro diverso da quello di origine. Le SGR, infatti, potevano prestare all'estero (con o senza stabilimento di una succursale) solo servizi d'investimento e attività diverse dal servizio di gestione collettiva del risparmio.

Con il recepimento della direttiva comunitaria, invece, è stata introdotta la possibilità di istituire e gestire OICVM in uno Stato UE diverso da quello di origine, con stabilimento di una succursale ovvero in regime di libera prestazione di servizi.

Ciò significa che una SGR italiana può istituire e gestire un OICVM in altri Stati membri (senza necessità di costituire *in loco* una società di gestione), mentre una SGR estera può istituire e gestire OICVM in Italia.

In merito all'individuazione del regime di tassazione da applicare a un OICVM istituito e gestito in uno Stato membro diverso da quello di residenza della SGR, la normativa italiana fa riferimento allo Stato di istituzione dell'organismo d'investimento stesso, senza considerare il luogo di stabilimento della SGR. Pertanto, se una SGR italiana istituisce un OICVM in un altro Stato membro, l'OICVM si considera un OICVM armonizzato di diritto estero e sui proventi conseguiti dai partecipanti si rende, pertanto, applicabile la ritenuta di cui all'art. 10-ter della legge n. 77 del 1983. Nel caso, invece, di una SGR estera che istituisce e gestisce un OICVM in Italia, quest'ultimo sarà considerato un OICVM di diritto italiano ai sensi dell'art. 73, comma 5-*quinquies*, del d.P.R. n. 917 del 1986 (TUIR) e i proventi derivanti dalla partecipazione all'organismo d'investimento sono assoggettati a ritenuta secondo le disposizioni di cui all'art. 26-*quinquies* del d.P.R. n. 600 del 1973.

Considerato che, attraverso l'istituto del passaporto del gestore, una SGR italiana può istituire e gestire OICVM italiani e OICVM esteri, è stata prevista la possibilità di utilizzare in compensazione dei risultati negativi di gestione ac-

cumulati alla data del 30 giugno 2011 dagli OICVM italiani in applicazione della previgente normativa fiscale², non solo i redditi di capitale derivanti dalla partecipazione a OICR italiani (diversi dai fondi immobiliari) istituiti dalla medesima SGR e soggetti alla ritenuta di cui all'art. 26-*quinquies* del d.P.R. n. 600 del 1973, ma anche i redditi di capitale soggetti alla ritenuta di cui all'art. 10-ter, comma 1, della legge n. 77 del 1983, ossia i redditi di capitale derivanti dalla partecipazione a OICVM di diritto estero conformi alla direttiva 2009/65/CE situati negli Stati membri UE e negli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo (SEE) inclusi nella *white list* e le cui quote sono collocate nel territorio dello Stato³.

Questa previsione presuppone però che la SGR italiana sia individuata quale sostituto d'imposta sui redditi derivanti dalla partecipazione a OICVM esteri dalla stessa istituiti e gestiti, e le cui quote siano collocate in Italia. Si deve pertanto ritenere che, sebbene non siano state apportate modifiche alla disposizione di cui all'art. 10-ter, comma 1, della legge n. 77 del 1983 (che letteralmente individua i sostituti d'imposta nei "*soggetti residenti incaricati del pagamento dei proventi medesimi, del riacquisto o della negoziazione delle quote o azioni*"), la SGR italiana, quale soggetto istitutore e gestore dell'OICVM estero, sia da individuare come il naturale soggetto tenuto ad applicare le ritenute sui proventi derivanti dalla partecipazione all'organismo di investimento le cui quote siano collocate in Italia.

Diversamente, cioè nell'ipotesi in cui la SGR italiana non venisse individuata quale sostituto d'imposta sui redditi derivanti dalla partecipazione ad OICVM esteri dalla stessa istituiti e gestiti, le novità apportate in materia di compensazione dei risultati negativi accumulati dagli OICVM italiani alla data del 30 giugno 2011 sarebbero prive di concreta applicazione, costituendo per le SGR italiane un effettivo ostacolo all'utilizzo del nuovo istituto del passaporto del gestore.

Peraltro, data l'ampia formulazione della norma sulla compensazione dei risultati negativi di gestione (che opera un generico riferimento "*alle ritenute operate ai sensi ... dell'art. 10-ter, comma 1, della legge 23 marzo 1983, n. 77*"), la suddetta compensazione dovrebbe essere consentita in tutti i casi in cui la SGR (o il soggetto incaricato del collocamento delle quote o azioni di fondi lussemburghesi storici)

² Di cui all'art. 8 del d.lgs. n. 461 del 1997.

³ Cfr. art. 2, comma 71, del decreto legge n. 225 del 2010.

interviene come sostituto d'imposta nell'applicazione della ritenuta di cui all'art. 10-ter, comma 1, della legge n. 77 del 1983, con riferimento ai proventi derivanti dalla partecipazione a OICVM esteri disciplinati dalla direttiva 2009/65/CE.

Stando alla lettera della norma, infatti, la compensazione dei risultati negativi di gestione accumulati dagli OICVM italiani dovrebbe poter essere effettuata dalle SGR italiane non solo nel caso di OICVM esteri dalle stesse istituiti e gestiti, e le cui quote siano collocate nel territorio dello Stato, ma anche nelle altre ipotesi in cui le SGR italiane, in base ai chiarimenti forniti dall'Amministrazione finanziaria⁴, intervengano come sostituti d'imposta ai fini dell'applicazione della ritenuta di cui all'art. 10-ter, comma 1, della legge n. 77 del 1983 (ad esempio nel caso in cui intervengano in qualità di intermediari incaricati della riscossione dei proventi o della negoziazione delle quote o azioni di OICVM esteri, disciplinati dalla direttiva 2009/65/CE ma non istituiti e gestiti con il passaporto del gestore).

Per quanto attiene invece alle modalità di tassazione dei redditi di capitale derivanti dalla partecipazione a OICVM italiani istituiti e gestiti da una SGR stabilita in un altro Stato membro, come già precisato, questi devono essere assoggettati a ritenuta ai sensi dell'art. 26-*quinquies* del d.P.R. n. 600 del 1973. In merito al soggetto tenuto ad applicare la suddetta ritenuta, qualora la SGR estera operi nel territorio dello Stato mediante stabilimento di una succursale, la ritenuta deve essere applicata dalla SGR estera per il tramite della succursale.

Nel caso in cui, invece, la SGR estera operi in Italia in regime di libera prestazione di servizi, è stato previsto che la ritenuta è applicata direttamente dalla SGR estera, ovvero da un rappresentante fiscale scelto tra i soggetti indicati nell'art. 23 del d.P.R. n. 600 del 1973, che risponde in solido con l'impresa estera per gli obblighi di determinazione e versamento della ritenuta e provvede agli adempimenti dichiarativi.

Peraltro, la normativa pone in capo al partecipante l'obbligo di comunicare, ove necessario, i dati e le informazioni utili per la determinazione dei redditi consegnando (alla SGR estera ovvero al rappresentante fiscale) la relativa documentazione o, in mancanza, una dichiarazione sostitutiva nella quale attesti i predetti dati e informazioni.

⁴ Cfr. risoluzioni n. 139/E del 7 maggio 2002 e n. 109/E del 16 maggio 2003.

Le fusioni transfrontaliere tra OICVM e il rilascio della certificazione di minusvalenza

La direttiva UCITS IV disciplina sia le operazioni di fusione tra OICVM stabiliti in Stati membri diversi ovvero operazioni che danno luogo alla creazione di un OICVM stabilito in uno Stato membro diverso da quello degli OICVM interessati dalla fusione (c.dd. fusioni "transfrontaliere"), sia le fusioni tra OICVM stabiliti nel medesimo Stato, quando almeno uno degli OICVM sia commercializzato in uno Stato membro diverso dal proprio Stato membro di origine (c.dd. fusioni "nazionali"). Le fusioni c.d. "meramente nazionali", ossia le fusioni tra OICVM costituiti nel medesimo Stato e non commercializzati in via transfrontaliera, non rientrano nell'ambito di applicazione della disciplina UCITS IV e rimangono quindi soggette alle disposizioni del diritto nazionale dei singoli Stati membri.

Per quanto attiene al trattamento fiscale delle operazioni di fusione tra OICVM, la normativa italiana non prevede una specifica disciplina né per le fusioni "nazionali" (e per quelle "meramente nazionali") tra OICVM italiani né, tantomeno, per le fusioni "transfrontaliere". Tuttavia, almeno con riferimento alle operazioni di fusione "meramente nazionali" (e per quelle "nazionali") tra OICVM italiani, secondo i chiarimenti forniti dall'Amministrazione finanziaria⁵, dovrebbero trattarsi di operazioni "neutrali" ai fini fiscali.

L'unica previsione normativa introdotta dal d.lgs. n. 47 del 2012 in materia di fusioni transfrontaliere attiene al trattamento del "risparmio d'imposta", corrispondente ai risultati negativi di gestione accumulati dagli OICVM italiani per effetto della prevalente disciplina fiscale (e non ancora utilizzati in compensazione), nell'ipotesi di fusione tra un OICVM italiano e un OICVM stabilito in un altro Stato membro ovvero tra OICVM italiani, con costituzione di un OICVM istituito in un altro Stato membro⁶.

In tal caso, infatti, l'eventuale risparmio d'imposta rilevato nell'attivo dell'OICVM italiano non può essere considerato tra gli *assets* da trasferire all'OICVM estero, perché quest'ultimo non potrebbe utilizzarlo in compensazione. Il valore delle quote o azioni dell'OICVM italiano interessato dall'operazione di fusione, conseguentemente, deve essere ridotto per l'importo corrispondente al risparmio d'imposta risultante alla data di fusione.

La normativa italiana non prevede una disciplina fiscale specifica per le operazioni di fusione tra OICVM

⁵ Cfr. risoluzione 1° marzo 2004, n. 25/E e circolare 15 luglio 2011, n. 33/E.

⁶ Cfr. art. 2, comma 72, del d.l. n. 225 del 2010.

Tuttavia, al fine di non penalizzare i partecipanti dell'OICVM italiano, è stato previsto il rilascio, da parte della SGR (o della SICAV), di un'apposita certificazione dalla quale risulti l'importo della minusvalenza spettante *pro-quota* a ciascun partecipante che detenga le quote (o azioni) al di fuori dell'esercizio di un'attività commerciale. Questa minusvalenza potrà essere computata in diminuzione dalle plusvalenze conseguite in seguito ai sensi degli artt. 68, comma 4, del TUIR, 6, comma 5, e 7, comma 10, del d.lgs. n. 461 del 1997 (ossia nell'ambito della dichiarazione ovvero nell'ambito di rapporti con opzione per l'applicazione del regime del risparmio amministrato o gestito) nei quattro anni successivi alla data di estinzione dell'OICVM italiano a seguito dell'operazione di fusione. Per i soggetti che detengono le quote o azioni dell'OICVM italiano nell'ambito di un'attività d'impresa commerciale, in applicazione dei criteri ordinari di determinazione del reddito d'impresa, è stato invece precisato che le rettifiche di valore corrispondenti ai risultati negativi di gestione agli stessi imputati sono ammessi in deduzione dal reddito d'impresa.

Le strutture master-feeder

La direttiva UCITS IV introduce la disciplina delle strutture *master-feeder*. Le strutture in questione si caratterizzano per la presenza di un OICVM o comparto di OICVM (*OICVM feeder*) che, in deroga alle disposizioni in materia di limiti d'investimento, può investire almeno l'85% del proprio patrimonio in quote di un altro OICVM o in comparti di investimento di quest'ultimo (*OICVM master*). Il residuo 15% del patrimonio dell'*OICVM feeder* può essere investito in liquidità e in strumenti finanziari derivati a fini di copertura.

Per quanto attiene invece all'*OICVM master*, questo si contraddistingue per essere un OICVM o un suo comparto che ha tra i suoi partecipanti almeno un *OICVM feeder*, per non essere esso stesso un *OICVM feeder* e per non detenere quote di un *OICVM feeder*. La sottoscrizione dell'*OICVM master* può essere limitata ai soli *OICVM feeder*, nel qual caso gli *OICVM feeder* devono essere almeno due, ovvero può essere aperta, allo stesso tempo, a uno o più *OICVM feeder* e ad altri investitori. Peraltro, la normativa comunitaria non prevede alcun divieto con riguardo alla possibilità per l'*OICVM master* di accettare sottoscrizioni da parte di *feeder* che non siano OICVM conformi alla direttiva stessa.

OICVM master	OICVM feeder
italiano	italiani
italiano	esteri
italiano	italiani ed esteri
estero	italiani
estero	italiani ed esteri
estero	estero

Le strutture *master-feeder*, ovviamente, possono essere create tra OICVM istituiti in Stati membri diversi. Possono aversi, ad esempio, strutture in cui:

Si tratta, peraltro, di strutture che, con l'introduzione della disciplina del passaporto del gestore, possono essere indifferentemente attuate da SGR italiane attraverso l'istituzione in Italia e/o all'estero di OICVM *master* e di OICVM *feeder*.

Nella scelta del tipo di struttura da realizzare incide tuttavia il regime di tassazione previsto per i proventi derivanti dalla partecipazione ai predetti OICVM. Sotto tale aspetto, si rileva che il coinvolgimento degli OICVM italiani nella creazione delle strutture *master-feeder* è stato notevolmente agevolato a seguito dell'entrata in vigore del nuovo regime di tassazione. Dal 1° luglio 2011, infatti, gli OICVM italiani 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 occasione della distribuzione periodica ovvero in sede di riscatto, cessione o liquidazione delle quote o azioni⁷. Tra l'altro, nessuna tassazione è prevista qualora i proventi siano percepiti, ad esempio, da organismi di investimento istituiti in Italia ovvero da OICVM esteri istituiti in Stati inclusi nella *white list*.

Pertanto, nel caso in cui un OICVM *master* italiano sia sottoscritto da OICVM *feeder* italiani, nessuna tassazione avviene in capo all'OICVM *master* e i proventi corrisposti ai *feeder* sono percepiti al lordo della ritenuta e saranno tassati esclusivamente in capo ai partecipanti dell'OICVM *feeder* al momento del rea-

Il coinvolgimento degli OICVM italiani nella creazione di strutture master-feeder è stato notevolmente agevolato

lizzo dei proventi. Qualora un OICVM *master* italiano sia sottoscritto da OICVM *feeder* esteri, fermo restando che nessuna tassazione avviene in capo all'OICVM *master*, gli OICVM *feeder* esteri percepiranno i proventi derivanti dalla partecipazione all'OICVM *master* al lordo della ritenuta e questi saranno assoggettati a tassazione in capo ai partecipanti dei *feeder* secondo la normativa del loro Stato di istituzione.

Nel caso, invece, di un OICVM *master* estero sottoscritto da OICVM *feeder* italiani, l'OICVM *master* sarà tassato secondo le regole dello Stato membro di istituzione, mentre i proventi corrisposti agli OICVM *feeder* italiani sono percepiti al lordo della ritenuta e saranno tassati esclusivamente in capo ai partecipanti al momento del realizzo dei proventi. Nel caso, infine, di un OICVM *master* estero sottoscritto da OICVM *feeder* esteri, i redditi dell'OICVM *master* nonché quelli percepiti dagli OICVM *feeder* e successivamente realizzati dai partecipanti ai *feeder* saranno assoggettati a tassazione secondo la normativa del rispettivo Stato di istituzione.

L'imposta di bollo sulle comunicazioni relative a prodotti finanziari

Arianna Immacolato, Francesca Moretti

Dal 1° gennaio del 2012 hanno trovato applicazione le nuove disposizioni in materia di imposta di bollo sulle comunicazioni relative a prodotti finanziari. Per effetto delle previsioni contenute nel decreto legge n. 201 del 2011 (c.d. manovra Monti), sono state ridefinite sia le modalità di applicazione dell'imposta sia il suo ambito di applicazione. In particolare, si è passati da un sistema di tassazione progressiva per scaglioni, in base al valore dei titoli detenuti in deposito, a una tassazione in misura proporzionale su tutti i prodotti finanziari, anche non soggetti a obbligo di deposito, incluse le gestioni patrimoniali, le quote dei fondi comuni di investimento e le polizze di assicurazione del ramo vita.

L'art. 19 del decreto legge n. 201 del 2011 ha apportato rilevanti modifiche alle disposizioni in materia di applicazione dell'imposta di bollo sulle comunicazioni relative a prodotti finanziari¹. In base a quanto stabilito da queste disposizioni, sulle comunicazioni relative a prodotti finanziari, anche non soggetti all'obbligo di deposito (ivi compresi i depositi bancari e postali, anche se rappresentati da certificati), l'imposta di bollo è dovuta, per ogni esemplare, nella misura proporzionale dell'1 per mille annuo per il 2012 e dell'1,5 per mille a decorrere dal 2013.

L'imposta è comunque dovuta nella misura minima di 34,20 euro e limitata-mente all'anno 2012 nella misura massima di 1.200 euro, nonché, a decorrere dall'anno 2013, nella misura massima di 4.500 euro se il cliente è un soggetto diverso da persona fisica. L'imposta è applicata sul complessivo valore di mercato o, in mancanza, sul valore nominale o di rimborso.

Alcune modifiche sono state introdotte anche all'imposta di bollo applicabile

¹ Di cui all'art. 13, comma 2-ter, della Tariffa, parte prima, allegata al d.P.R. n. 642 del 1972, e alle relative note 3-bis e 3-ter. Le modalità di attuazione dell'imposta in commento sono state definite con d.m. del 24 maggio 2012.

sugli estratti conto bancari e postali e sui rendiconti dei libretti di risparmio², prevedendo un diverso trattamento per le persone fisiche e per i soggetti diversi dalle persone fisiche.

Per le persone fisiche è stata mantenuta l'imposta in misura fissa pari a 34,20 euro ed è stato introdotto un regime di esenzione, qualora il valore medio di giacenza annuo risultante dagli estratti conto e dai libretti risulti complessivamente non superiore a 5.000 euro. Nei confronti dei soggetti diversi dalle persone fisiche, invece, l'imposta di bollo è aumentata nella misura fissa di 100 euro, senza applicazione di alcun regime di esenzione.

Le comunicazioni rilevanti ai fini dell'applicazione dell'imposta di bollo

La nuova imposta di bollo si applica sulle comunicazioni periodiche alla clientela relative a prodotti finanziari

La nuova imposta di bollo trova applicazione sulle "comunicazioni periodiche alla clientela relative a prodotti finanziari". Ai fini dell'applicazione dell'imposta di bollo devono quindi ricorrere precisi requisiti soggettivi e oggettivi, e precisamente deve trattarsi di:

- a) comunicazioni periodiche alla "clientela";
- b) comunicazioni relative a "prodotti finanziari".

Per la nozione di clientela occorre fare riferimento alla definizione contenuta nel Provvedimento della Banca d'Italia del 20 giugno 2012 (che ha sostituito il precedente provvedimento del 9 febbraio 2011).

Secondo quanto precisato in tale provvedimento, non rientrano nella definizione di cliente i seguenti soggetti: "banche; società finanziarie; istituti di moneta elettronica (IMEL); imprese di assicurazione; imprese di investimento; organismi di investimento collettivo del risparmio (fondi comuni di investimento e SICAV); società di gestione del risparmio (SGR); società di gestione accentrata di strumenti finanziari; fondi pensione; Poste Italiane s.p.a.; Cassa Depositi e prestiti e ogni altro soggetto che svolge attività di intermediazione finanziaria; società appartenenti al medesimo gruppo bancario dell'intermediario; società che controllano l'intermediario, che sono da questo controllate ovvero che sono sottoposte a comune controllo".

L'imposta di bollo non trova applicazione neppure con riferimento alle comuni-

² Di cui all'art. 13, comma 2-bis, della Tariffa, parte prima, allegata al citato d.P.R. n. 642 del 1972

cazioni relative a rapporti aperti per ordine dell'autorità giudiziaria (ad esempio i rapporti intestati al fondo unico giustizia – FUG) e per le comunicazioni ricevute ed emesse dai fondi pensione e dai fondi sanitari. Riguardo i fondi pensione, il regime di esclusione dall'imposta di bollo riguarda non solo le comunicazioni relative a prodotti finanziari ricevute ed emesse dai fondi di previdenza complementare, ma anche le comunicazioni ricevute ed emesse da istituti, pubblici e privati, di previdenza obbligatoria.

Per quanto concerne invece i prodotti finanziari che rilevano ai fini dell'applicazione dell'imposta di bollo in commento, questi sono quelli individuati dall'art. 1 del d.lgs. 24 n. 58 del 1998 (TUF), ivi compresi i depositi bancari e postali, anche se rappresentati da certificati.

In particolare, l'art. 1, comma 1, lett. u), del TUF definisce prodotti finanziari gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria mentre, per quanto attiene ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, la successiva lett. *w-bis*) stabilisce che vi rientrano le polizze *unit* e *index linked* e le operazioni di capitalizzazione di cui ai rami vita III e V², con esclusione delle forme pensionistiche individuali di cui all'art. 13, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 252 del 2005.

Pertanto, ai fini dell'applicazione dell'imposta di bollo rilevano, a titolo di esempio, le comunicazioni relative a valori mobiliari (ossia azioni e titoli equivalenti, obbligazioni e altri titoli di debito, altri titoli), a quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio, a strumenti derivati e alle polizze di assicurazione del ramo vita. E ciò a prescindere all'esistenza o meno di un obbligo di deposito del prodotto finanziario.

L'imposta trova applicazione, per espressa previsione normativa, anche con riferimento ai buoni postali fruttiferi, qualora il relativo valore superi complessivamente i 5.000 euro. Ai fini dell'applicazione dell'esenzione, devono essere considerati unitariamente tutti i buoni postali fruttiferi di cui il cliente risulti intestatario presso Poste Italiane Spa, ad esclusione dei buoni postali fruttiferi emessi in forma cartacea prima del 1° gennaio 2009. In sostanza, il valore dei buoni emessi in forma cartacea prima del 1° gennaio 2009 non rileva ai fini della verifica del limite complessivo di 5.000 euro previsto per l'applicazione dell'esenzione. Inoltre, per questi buoni l'imposta di bollo è dovuta anche se il relativo valore è inferiore a 5.000 euro.

² Di cui all'art. 2, comma 1, del d.lgs. n. 209 del 2005.

Le modalità di applicazione dell'imposta di bollo

L'imposta di bollo sulle comunicazioni periodiche alla clientela relative a prodotti finanziari, come già precisato, è dovuta per ogni esemplare nella misura proporzionale dell'1 per mille annuo per il 2012 e dell'1,5 per mille a decorrere dal 2013. L'imposta è comunque dovuta nella misura minima di 34,20 euro e limitatamente all'anno 2012 nella misura massima di 1.200 euro nonché, a decorrere dall'anno 2013, nella misura massima di 4.500 euro per i clienti diversi dalle persone fisiche.

La comunicazione, come espressamente previsto dalla norma, si considera in ogni caso inviata almeno una volta nel corso dell'anno anche qualora non sussista un obbligo d'invio o di redazione. In linea con questa impostazione, viene inoltre stabilito che l'imposta è comunque dovuta una volta l'anno o alla chiusura del rapporto. Tuttavia, nel caso in cui le comunicazioni siano inviate periodicamente nel corso dell'anno ovvero in caso di estinzione o di apertura dei rapporti in corso d'anno, l'imposta di bollo dovuta è rapportata al periodo rendicontato (il periodo di riferimento per il calcolo dell'imposta dovuta è l'anno civile). Il ragguglio dell'imposta al periodo rendicontato attiene anche alle misure minime e massime di imposta (ossia l'importo di 34,20 euro e quello di 1.200 euro per il 2012 e di 4.500 euro dal 2013) e sono applicate considerando l'ammontare complessivo dei prodotti finanziari del cliente presso il medesimo intermediario.

L'imposta va applicata sul valore di mercato o, in mancanza, sul valore nominale o di rimborso del prodotto finanziario. Nel caso di prodotti finanziari che non presentino nessuno dei predetti valori, occorre far riferimento al valore di acquisto come desumibile dalle evidenze dell'intermediario.

In via generale, la normativa in commento stabilisce che ai fini della determinazione dell'imposta deve essere assunto il valore dei prodotti finanziari rilevato al termine del periodo rendicontato, come risultante dalle comunicazioni periodiche relative al rapporto intrattenuto e dal rendiconto effettuato sotto qualsiasi forma ovvero, in assenza di rendicontazione periodica e per i buoni postali fruttiferi, il valore risultante al 31 dicembre di ogni anno. Se in costanza di rapporto, sia all'inizio che al termine del periodo rendicontato non sono presenti prodotti finanziari né sono state registrate movimentazioni nel corso del periodo stesso, l'imposta non è dovuta. Per quanto concerne le gestioni di portafogli – che,

in base a quanto previsto dall'art. 1, comma 5, del TUF, costituiscono servizi e attività d'investimento – quando hanno a oggetto strumenti finanziari, ai fini dell'applicazione dell'imposta di bollo di cui all'art. 13 comma 2-ter, rileva l'intero valore della gestione patrimoniale, ossia il valore degli strumenti finanziari e quello delle eventuali disponibilità monetarie.

Circa i soggetti tenuti all'applicazione dell'imposta di bollo, questa è applicata dagli intermediari (c.d. "enti gestori") che svolgono un'attività bancaria, finanziaria o assicurativa e che si relazionano direttamente o indirettamente con il cliente, anche ai fini delle comunicazioni periodiche relative al rapporto intrattenuto. Peraltro, al fine di evitare duplicazioni d'imposta, è stato precisato che in presenza di più intermediari le comunicazioni relative a prodotti finanziari rilevanti per l'applicazione dell'imposta sono quelle inviate (anche in via "presuntiva" una volta l'anno, qualora non sussista un obbligo di invio e di redazione della comunicazione) dall'intermediario che intrattiene direttamente con il cliente un rapporto di custodia, amministrazione, deposito, gestione o altro stabile rapporto.

A titolo di esempio, con riferimento alle quote o azioni di OICR collocate direttamente dall'emittente (SGR) che non siano oggetto di un rapporto di custodia, amministrazione, gestione o altro stabile rapporto (c.d. "rubrica fondi") presso altro intermediario, l'imposta di bollo deve essere applicata direttamente dalla SGR. Diversamente, nel caso di collocamento indiretto, l'imposta deve essere applicata dall'intermediario collocatore (le eventuali comunicazioni inviate dall'emittente - la SGR - al medesimo investitore non rilevano, quindi, ai fini dell'applicazione dell'imposta di bollo).

Nel caso di prodotti finanziari detenuti nell'ambito di un rapporto di gestione di portafogli ovvero in un rapporto di deposito titoli, come sopra precisato, l'imposta deve essere applicata dall'intermediario presso il quale è detenuto tale rapporto. Tuttavia, nel caso in cui il cliente intrattenga presso due differenti intermediari e con riferimento ai medesimi prodotti finanziari un contratto di gestione portafogli e un contratto di deposito titoli, le comunicazioni rilevanti ai fini dell'applicazione dell'imposta sono quelle inviate dall'intermediario presso il quale il cliente intrattiene il rapporto di deposito. Tale ipotesi può verificarsi, ad esempio, nel caso in cui il cliente abbia stipulato con una SGR un contratto di gestione di portafogli con delega a operare su un rapporto di deposito titoli intrattenuto presso una banca.

L'imposta di bollo è applicata dall'ente gestore che si relaziona, direttamente o indirettamente, con il cliente

Per i rapporti intrattenuti presso un intermediario residente per il tramite di società fiduciarie, l'imposta deve essere applicata dall'intermediario con il quale il rapporto è intrattenuto. Tuttavia, nel caso di prodotti finanziari detenuti all'estero che siano oggetto di un contratto di amministrazione con una società fiduciaria residente, l'imposta di bollo è applicata dalla società fiduciaria. Con riferimento alle polizze di assicurazione e ai buoni postali fruttiferi, l'imposta di bollo è applicata, rispettivamente, dall'impresa di assicurazione e da Poste italiane Spa.

In merito all'applicazione dell'imposta dovuta sulle comunicazioni relative a polizze di assicurazione, ai buoni postali fruttiferi nonché a prodotti finanziari diversi da quelli dematerializzati e per i quali non sussista un rapporto di custodia ed amministrazione, ovvero altro stabile rapporto, è stabilito che l'imposta di bollo è dovuta, per ciascun anno, all'atto del rimborso o riscatto. Nell'ambito di applicazione di questa previsione rientrano, ad esempio, le quote o azioni di OICR di cui l'investitore richiede l'emissione di un certificato fisico non depositato in un rapporto presso un intermediario residente.

L'applicazione dell'imposta sulle comunicazioni relative a quote o azioni di OICR

L'art. 19, comma 3-bis, del decreto legge n. 201 del 2011 ha introdotto una previsione volta ad agevolare l'acquisizione della provvista necessaria per il pagamento dell'imposta sulle comunicazioni relative a quote o azioni di OICR.

In particolare, questa norma stabilisce che per le comunicazioni relative a quote o azioni di OICR per le quali sussista uno stabile rapporto con l'intermediario in assenza di un formale contratto di custodia o amministrazione (c.d. "rubrica fondi") e relative a posizioni in essere alla data del 31 dicembre 2011, in caso di mancata provvista da parte dell'investitore per il pagamento dell'imposta di bollo, l'intermediario tenuto all'applicazione dell'imposta può effettuare i necessari disinvestimenti.

La suddetta previsione riguarda tuttavia solo le comunicazioni relative a quote o azioni di OICR attinenti posizioni in essere alla data del 31 dicembre 2011. Di converso, per le comunicazioni relative a posizioni aperte a decorrere dal 1° gennaio 2012, le modalità di reperimento della provvista devono essere definite in via contrattuale (ad esempio mediante un'integrazione del modulo di sottoscrizione delle quote o azioni di OICR).



Pistoia, Toscana
Coltivazione vivaistica



CORPORATE GOVERNANCE

La rappresentanza delle minoranze: *corporate governance* e attività delle SGR nel 2012

Alessia Di Capua

Gli investitori istituzionali, in seguito all'attuazione della direttiva sui diritti degli azionisti (DSHR), hanno acquisito un ruolo più attivo nella *governance* degli emittenti. Le nuove norme sulle modalità di partecipazione alle assemblee delle società quotate e sull'esercizio del diritto di voto, infatti, hanno consentito di consolidare importanti e concreti risultati anche nel corso dell'ultima stagione assembleare.

La *governance* delle società quotate in Italia

La *corporate governance* delle società quotate rappresenta oggi uno dei temi di maggiore attenzione e interesse, sia a livello nazionale sia, soprattutto, a livello comunitario.

In Italia si possono ritenere ormai consolidate le rilevanti innovazioni introdotte con il recepimento 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").

Come è ormai noto, il recepimento della DSHR è avvenuto con l'approvazione del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27 (di seguito "Decreto") che, in linea con gli obiettivi della direttiva, ha reso più agevole la partecipazione degli azionisti alla vita delle società, favorendo l'esercizio anche transfrontaliero del diritto di voto. Un successivo intervento correttivo (decreto legislativo 18 giugno 2012, n. 91) ha poi previsto una serie di interventi di *fine tuning* diretti ad agevolare l'operatività del nuovo assetto normativo, senza tuttavia alterare l'impianto complessivo.

Le innovazioni del Decreto di attuazione della DSHR hanno interessato in primo luogo le norme relative alla convocazione dell'assemblea, al contenuto dell'av-

viso di convocazione, alla legittimazione a intervenire e a votare, alla rappresentanza in assemblea, all'integrazione dell'ordine del giorno, alla pubblicazione delle relazioni finanziarie annuali e, soprattutto, alla presentazione delle liste per l'elezione degli organi di amministrazione e controllo. 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.

Considerando che in Italia 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, il Decreto ha appositamente introdotto alcune innovazioni di rilievo ai due aspetti principali riguardanti appunto le procedure di rinnovo degli organi sociali. Sono state pertanto riviste le norme in materia di termini per la convocazione dell'assemblea 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.

Per quanto concerne quest'ultimo profilo, 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

*La direttiva DSHR
ha reso più agevole
la partecipazione
degli azionisti
alla vita delle
società quotate*

almeno quindici giorni per depositare le liste di voto da quando hanno notizia della convocazione 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 in seguito 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, quindi, possono avere oggi tutti i dati necessari a formulare adeguatamente il proprio voto, poiché sono informati correttamente e con sufficiente anticipo circa le liste presentate.

Un'ulteriore 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, infatti, ha stabilito 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.

La record date promuove la partecipazione all'assemblea e favorisce l'esercizio del diritto di voto

Con riferimento al profilo dei termini per la convocazione dell'assemblea, invece, 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).

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 Decreto, infine, è intervenuto a modificare anche le disposizioni riguardanti 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 un'analisi più approfondita.

A questo nuovo impianto normativo, come si accennava, sono state da ultimo apportate alcune modifiche e integrazioni con il Decreto n. 91/2012. Il decreto correttivo, oltre a intervenire in materia di convocazione dell'assemblea, di termini e modi di pubblicazione dell'avviso di convocazione, di informativa preassembleare e di estensione della *record date* alle assemblee speciali, ha introdotto una deroga all'articolo 2372 del Codice civile, consentendo così alle Sgr, alle Sicav, alle società di gestione armonizzate nonché ai soggetti extracomunitari che svolgono attività di gestione collettiva del risparmio di conferire la rappresentanza per più assemblee. Il voto per delega è un ulteriore strumento per agevolare l'esercizio del diritto di voto da parte soprattutto degli investitori istituzionali, che possono ora delegare generalmente il soggetto gestore esterno oppure un *proxy agent* a votare sulla base della politica di voto di ciascun fondo (resa nota agli investitori in base alle disposizioni delle autorità di vigilanza), con inevitabili vantaggi in termini di processi decisionali più brevi e di minori costi procedurali per la partecipazione alle assemblee.

Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate

Nel 2012 le società quotate hanno iniziato ad applicare il nuovo Codice di autodisciplina, presentato nel dicembre 2011, alla cui stesura ha preso parte anche Assogestioni insieme con le maggiori associazioni di categoria degli emittenti. Il nuovo Codice di autodisciplina è stato in parte adeguato ai numerosi interventi normativi degli ultimi anni e in parte rivisitato per fornire maggiore efficacia alle raccomandazioni, anche alla luce delle più recenti *best practice* nazionali e internazionali.

Tra le principali novità introdotte nella nuova edizione del Codice, alcune sono di particolare interesse degli investitori istituzionali per il miglioramento dei sistemi di *corporate governance*.

E' stato fissato un numero minimo (pari a 1/3) di consiglieri indipendenti per ciascun consiglio di amministrazione nelle società del FTSEMib; è stato introdotto l'obbligo di nominare il *lead independent director* qualora lo richiedano la maggioranza degli amministratori indipendenti, nonché l'obbligo per tutti gli indipendenti di sottoscrivere una dichiarazione con la quale si impegnano a mantenere la propria indipendenza per tutta la durata del mandato e a dimettersi qualora questa venisse meno.

E' stata inoltre stabilita in modo esplicito l'incompatibilità della qualifica di consigliere indipendente con quella di esponente del patto di sindacato dell'emittente o del controllante dell'emittente. Infine, è stato previsto che il comitato per il controllo interno e il comitato remunerazione debbano essere composti esclusivamente da amministratori indipendenti; in alternativa i due comitati possono essere composti da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti, e in questo caso dovranno essere presieduti da un amministratore indipendente.

La *corporate governance* in Europa: l'Action Plan della Commissione europea

Il costante interesse nei confronti della *corporate governance* in ambito europeo conferma ancor di più 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, citata quale modello dalla stessa Commissione europea nel Libro Verde in materia di *corporate governance* delle società quotate dell'Unione europea del 2011.

A fine 2012 la Commissione europea ha presentato l'Action Plan "Diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili", con il quale ha illustrato le iniziative che intende adottare per "modernizzare il quadro in materia di diritto delle società e governo societario". La Comunicazione della Commissione individua tre principali linee d'intervento:

1. rafforzamento della trasparenza e miglioramento dei meccanismi di identificazione degli azionisti;
2. maggiore coinvolgimento degli azionisti;
3. sostegno alla crescita delle imprese e della loro competitività.

L'Action Plan è il risultato di una consultazione pubblica e rappresenta il proseguo di un percorso di riflessione sui temi inerenti il buon governo societario, iniziato appunto con il Libro Verde del 2011.

Per quanto concerne i profili di stretto interesse degli investitori istituzionali, la Commissione intende rafforzare in primo luogo le regole sulla trasparenza, intervenendo sulla divulgazione delle politiche di voto nonché dei dati sul voto degli investitori istituzionali. In secondo luogo, la Commissione ritiene di adottare misure a favore di un maggiore coinvolgimento degli azionisti, prevedendo una migliore sorveglianza della politica retributiva da parte degli stessi azionisti, un migliore controllo delle operazioni con parti correlate e la regolamentazione dei consulenti in materia di voto. Questi risultati saranno con tutta probabilità ottenuti mediante una modifica della Direttiva sui diritti degli azionisti (DSHR).

La stagione assembleare 2012: il ruolo degli investitori istituzionali

Nella stagione assembleare 2012 si è consolidato 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, assieme 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. In due società, inoltre, sulla base delle indicazioni di alcune SGR italiane e degli investitori esteri, sono stati integrati alcuni componenti dei rispettivi consigli di amministrazione.

Al termine della stagione sono risultati eletti 4 consiglieri di amministrazione (3 consiglieri sono stati cooptati su indicazione degli investitori istituzionali), 8 presidenti di collegi sindacali e 3 sindaci effettivi, oltre a 8 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*). Molti eletti hanno maturato significative esperienze internazionali e la loro età media è di poco superiore ai 50 anni. Il 40% dei candidati proposti ed eletti è di genere femminile ed è andato a ricoprire incarichi in sei tra le società a maggiore capitalizzazione.

La stagione assembleare 2012 ha visto consolidarsi le 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. Con il meccanismo della *record date* per la partecipazione all'assemblea, in particolare, l'esercizio del diritto di voto è stato consentito a un numero sempre maggiore di azionisti. 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.

La **Figura 1** evidenzia come, a ogni triennio di rinnovo degli organi sociali delle medesime società (salvo eventuali rinnovi prematuri), sia aumentato il numero di candidati eletti dalle liste depositate dagli investitori istituzionali, sia per i consigli di amministrazione sia per i collegi sindacali. Il grafico illustra inoltre un *trend* di crescita, a ogni triennio, del numero di società nelle quali gli investitori

istituzionali hanno eletto i candidati, con un picco maggiore nell'ultimo triennio preso in considerazione (2009-2012).

La Figura 2, invece, mostra i voti ottenuti dalle liste presentate dagli investitori istituzionali sia nel 2009 sia nel 2012 per il rinnovo del medesimo organo sociale di alcune società. Il confronto è realizzato facendo riferimento sia alla percentuale di voti ottenuta in relazione al capitale sociale, sia alla percentuale di voti conseguiti in assemblea.

Figura 1 - Riepilogo stagioni assembleari, anni 2007-2012

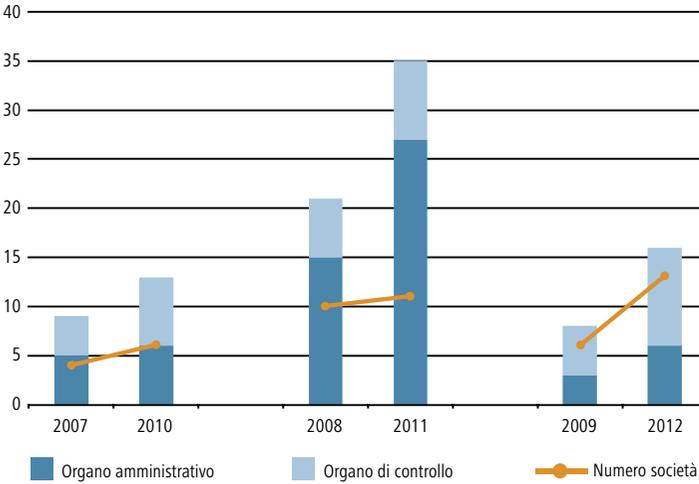
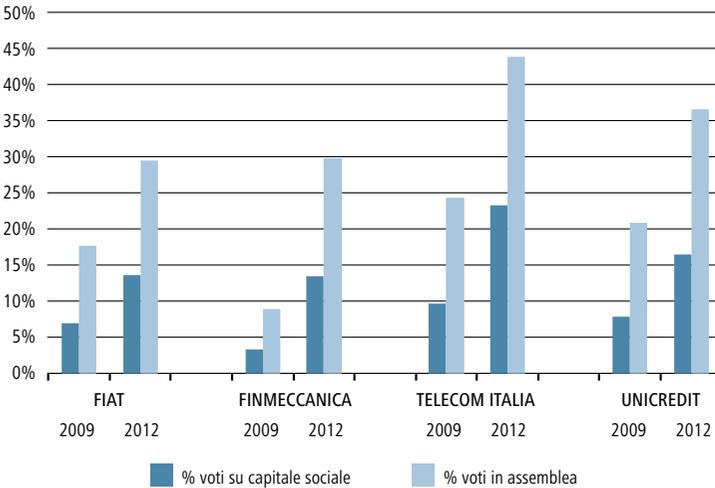


Figura 2 - Voti in assemblea, anni 2009 e 2012





Mosca, Russia
Veduta aerea



FONDI IMMOBILIARI

La direttiva AIFM, un'occasione per il rilancio dei fondi *retail* e la ridefinizione dell'offerta

Sonia Maffei

L'industria del risparmio gestito guarda con interesse al prossimo recepimento della direttiva AIFM sui gestori di fondi d'investimento alternativi, che dovrebbe avvenire entro il prossimo 22 luglio 2013. In particolare, la direttiva potrebbe essere un'importante occasione di crescita e innovazione per il settore dei fondi d'investimento immobiliare, soprattutto in direzione di una maggiore apertura verso gli investitori *retail* e di un ampliamento della gamma dei prodotti offerti.

Il recepimento della direttiva AIFM sui gestori di fondi di investimento alternativi¹ rappresenta l'occasione per rivedere alcuni aspetti della disciplina sui fondi comuni d'investimento immobiliare, anche al fine di rilanciare il mercato dei prodotti destinati al pubblico *retail*, superando tutti quei limiti che, soprattutto negli ultimi anni, hanno impedito alle società di gestione del risparmio (SGR) di sfruttare al meglio le opportunità di investimento.

L'iniziativa di revisione, proposta da Assogestioni, prende avvio da un confronto con le SGR operanti nel settore immobiliare, da cui è emerso che, in assenza di un intervento normativo/regolamentare che supporti e favorisca questo segmento del mercato, l'industria italiana del risparmio gestito difficilmente sarà incentivata ad avviare nuove iniziative di istituzione e promozione di fondi immobiliari rivolti al pubblico *retail*.

Se a ciò si aggiunge la circostanza che tutti i prodotti di questa tipologia giungeranno a scadenza nei prossimi anni, si rileva il concreto rischio che, già dal 2021, non saranno più presenti sul mercato fondi immobiliari italiani rivolti agli investitori privati.

Il recepimento della direttiva AIFM è l'occasione per stimolare lo sviluppo dei fondi immobiliari retail

¹ Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio.

Diverse sono state le cause che hanno impedito un'adeguata diffusione di questi strumenti: non solo congiunturali e di mercato, ma anche, e soprattutto, legate alla struttura della regolamentazione.

A frenare il declino di questo segmento di mercato, non sembrano aver contribuito neppure le modifiche, apportate nel gennaio del 2003, al d.m. n. 228 del 1999: in quell'occasione, con l'obiettivo di consentire una maggiore flessibilità nell'uscita, era stata riconosciuta la possibilità di istituire fondi cosiddetti semi-chiusi, e cioè fondi che consentissero di effettuare rimborsi anticipati di quote con la stessa frequenza e in coincidenza delle nuove emissioni.

Il tentativo di rilanciare con forza il mercato dei fondi immobiliari *retail* risponde sia alle esigenze dei risparmiatori, che in questa tipologia di prodotti trovano un efficace strumento di diversificazione degli investimenti (in quanto tipicamente anticiclici, non correlati all'andamento congiunturale dei mercati nazionali ed esteri) sia, più in generale, alle esigenze del mercato immobiliare, che trova nei fondi d'investimento un efficace strumento di veicolazione delle risorse e attrazione dei capitali.

Alla luce di questo, e partendo da un confronto tra la regolamentazione nazionale attualmente in vigore e quella già in uso presso altri ordinamenti europei, Assogestioni ha sottoposto all'attenzione del MEF e delle autorità di vigilanza una proposta di modifiche e integrazioni alla normativa e alle regolamentazioni vigenti, che possono essere così riassunte:

- a) **eliminazione dell'obbligo di quotazione** e definizione di un regime transitorio per i fondi già quotati. L'obbligo di quotazione, si ricorda, è ad oggi genericamente previsto per tutti i fondi chiusi per i quali l'ammontare minimo della sottoscrizione sia inferiore a 25.000 euro;
- b) **eliminazione del vincolo relativo al divieto di investire più del 3% del valore del fondo in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione**, aventi a oggetto crediti ceduti da soci della società di gestione o da soggetti appartenenti al loro gruppo e sua riproposizione all'interno del Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio. L'eliminazione di questo vincolo consente ai fondi riservati di potervi derogare e permette una più funzionale strutturazione di operazioni di cartolarizzazione infragruppo;
- c) **esenzione dei fondi immobiliari, per un periodo di tempo pari a 48 mesi a partire dall'avvio dell'operatività, dal rispetto di talune disposizioni**, come ad esempio quelle relative alla diversificazione del rischio e alla composizione del portafoglio (*starting period*);

- d) possibilità per i fondi immobiliari, sia *retail* sia riservati, di procedere al riacquisto delle proprie quote (*buy back*), in misura non superiore al 20% del patrimonio del fondo;
- e) revisione dell'istituto dell'Assemblea dei partecipanti nei fondi immobiliari destinati al pubblico *retail*, prevedendo, in sostituzione, altre e diverse forme di coinvolgimento e interessamento dei quotisti alla vita del fondo (ad esempio attraverso il meccanismo della consultazione, il silenzio assenso, il voto a distanza, *etc.*);
- f) definizione, a livello regolamentare, dei compiti e delle attribuzioni dell'*Advisory Committee*, pur rimettendo al regolamento di gestione del fondo la previsione della sua istituzione;
- g) riconoscimento alle SGR che gestiscono fondi comuni di investimento immobiliare, in linea con quanto previsto dalla direttiva AIFM, della possibilità di svolgere al proprio interno la funzione di valutazione dell'attivo immobiliare, introducendo alcuni presidi a tutela dell'affidabilità della valutazione effettuata. In entrambe le ipotesi di svolgimento da parte del gestore al proprio interno e affidamento a terzi, coerentemente con le previsioni di cui alla direttiva AIFM, la valutazione dovrebbe essere effettuata con frequenza almeno annuale;
- h) riconoscimento alle SGR della possibilità di imputare, a carico del patrimonio del fondo, i costi delle valutazioni, essendo questi direttamente conseguenti e connessi all'attività di gestione del portafoglio;
- i) riconoscimento al gestore della possibilità di effettuare il calcolo del NAV, senza che a tal fine sia necessario un coinvolgimento del valutatore esterno. La frequenza del calcolo del NAV, inoltre, già definita a livello di regolamento di gestione del fondo, dovrebbe poter essere anche maggiore (ad esempio trimestrale o quadrimestrale), rispetto a quella di valorizzazione degli *asset*.

Il fondo immobiliare aperto

Il rilancio del mercato dei fondi immobiliari rivolti al pubblico degli investitori *retail*, non può prescindere dal considerare come la struttura chiusa, prevista dal nostro ordinamento, mal si adatti alle esigenze di questa categoria di investitori, ai quali, tipicamente, deve essere assicurata la possibilità di smobilizzare prontamente gli investimenti, senza incorrere in perdite consistenti.

Per questa ragione, al fine di garantire una maggiore flessibilità nella gestione delle richieste di uscita, anche alle SGR di diritto italiano dovrebbe essere rico-

nosciuta la possibilità di istituire fondi immobiliari in forma aperta, sebbene accompagnata dall'introduzione di appositi presidi che riducano gli eventuali rischi in termini di stabilità patrimoniale e di liquidità dei fondi medesimi.

*La direttiva AIFM
potrebbe
permettere
l'introduzione
anche in Italia
della struttura
aperta per gli
OICR immobiliari*

Il recepimento della direttiva AIFM si ritiene possa costituire il "veicolo" attraverso il quale introdurre, anche in Italia, la struttura "aperta" anche per gli OICR dedicati alla gestione immobiliare.

Da un'analisi condotta a livello europeo su analoghe strutture già in uso in altri ordinamenti giuridici, e a seguito di un confronto operato all'interno del Comitato e Gruppo di lavoro fondi immobiliari di Assogestioni, è emerso come il nuovo fondo immobiliare aperto dovrebbe caratterizzarsi almeno per i seguenti profili:

- **investimenti:** di natura prevalentemente immobiliare, costituiti almeno per il 51% del patrimonio da beni immobili, diritti reali immobiliari (inclusi quelli derivanti da contratti di *leasing* immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori), partecipazioni in società immobiliari e parti di altri OICR immobiliari, anche esteri;
- **liquidità minima:** attraverso la previsione di vincoli di *asset allocation*, che prevedano il mantenimento di un livello minimo di liquidità, pari ad esempio al 15%, da garantirsi almeno in corrispondenza delle finestre di rimborso;
- **leva finanziaria:** limitata al 35% del valore dei beni immobili;
- **modalità e tempi di rimborso:** stabiliti dal regolamento di gestione del fondo. In particolare, andrebbe innanzitutto previsto che il diritto al rimborso possa essere esercitato con frequenza almeno annuale e, in secondo luogo, dovrebbero essere individuate soluzioni operative per far fronte, in modo adeguato, a richieste di rimborso che eccedano il livello di liquidità esistente
- **valutazione dell'attivo:** effettuata da parte degli esperti indipendenti, nel caso di beni non negoziati in mercati regolamentati;
- **classi di quote:** distinte in base all'entità della partecipazione del singolo quotista e individuate al fine di assoggettare la dismissione delle partecipazioni più consistenti al rispetto di determinati vincoli quali, ad esempio, *lock-up periods*;
- **conflitti di interessi:** da individuare e gestire all'interno di una specifica *policy*;
- **protezione dell'investitore:** attraverso la redazione e la messa a disposizione di un prospetto e di un KID (*Key Information Document*), per informare gli investitori circa le specificità dell'investimento immobiliare e la possibilità che il diritto al rimborso possa essere sospeso al verificarsi di determinate situazioni.

La SICAF

Al fine di consentire al mercato di rispondere alle molteplici esigenze di investimento, anche di lungo termine, dei potenziali investitori, il recepimento della direttiva AIFM offre, ancora una volta, l'opportunità di ampliare e completare la gamma delle tipologie di OICR riconosciute dal nostro ordinamento giuridico, affiancando l'esistente veicolo di natura contrattuale con una struttura societaria, a capitale fisso, rappresentata dalla SICAF.

La SICAF permette di risolvere le difficoltà di applicazione delle normative di derivazione comunitaria - concepite esclusivamente per prodotti che rivestono la forma societaria, piuttosto che quella contrattuale di patrimonio autonomo e separato - nonché di superare i problemi legati alla *governance* dei fondi chiusi, grazie alla coincidenza tra investitori e azionisti.

Nella proposta di Assogestioni, la disciplina della SICAF dovrebbe almeno prevedere che la stessa:

- si rivolga ad investitori sia istituzionali sia *retail*;
- faccia ricorso a una SGR per la gestione del portafoglio;
- rimetta all'autonomia decisionale dei consigli di amministrazione l'eventuale decisione di richiedere l'ammissione delle azioni alla negoziazione;
- possa effettuare operazioni di *buy back*;
- abbia un capitale minimo iniziale.

La gestione della fase di liquidazione dei fondi immobiliari *retail*

Sonia Maffei

In vista dell'approssimarsi della scadenza dei fondi immobiliari dedicati al pubblico *retail*, Assogestioni ha individuato una soluzione operativa per consentire alle SGR di gestire efficacemente il processo di dismissione dei portafogli, contenendo, il più possibile, l'eventuale impatto negativo sul valore degli immobili.

Negli ultimi anni la situazione economica del nostro Paese ha influenzato significativamente l'andamento dei mercati, riducendo sensibilmente il numero di transazioni e la redditività degli investimenti. Un impatto rilevante, in questo senso, è stato registrato anche nel settore immobiliare e questo, insieme ai profondi cambiamenti del quadro normativo e regolamentare che hanno interessato il settore, spiega come un numero crescente di operatori sia stato spinto a mutare radicalmente la propria strategia.

Secondo i dati divulgati dalla Banca d'Italia, sono 58 i fondi immobiliari attualmente posti in liquidazione. Inoltre, i dati di mercato mostrano come un elevato numero di fondi immobiliari quotati giungerà a scadenza nei prossimi anni, riversando sul mercato circa 5 miliardi di euro di attivi immobiliari.

Se a ciò si aggiungono gli attesi piani di dismissione e valorizzazione degli immobili pubblici, appare evidente come tutto questo possa portare a un eccesso di offerta che, nell'attuale congiuntura economica, molto difficilmente potrà essere assorbita dal mercato.

Considerata la condizione negativa del mercato immobiliare, appare quindi difficile, oggi, immaginare di completare i piani di dismissione entro il termine di scadenza previsto dai regolamenti di gestione, a meno di incorrere in gravi perdite che comprometterebbero il rendimento finale e il valore di rimborso dell'*equity* investita.

Inoltre, è importante ricordare come i fondi immobiliari che hanno già usufruito di proroghe e/o periodi di grazia, hanno oggi in scadenza circa 2,5 miliardi di

euro di *asset*. Tuttavia questi fondi - in conseguenza della crisi finanziaria che ha interessato l'Europa a partire dal 2009 e che, diversamente dalle aspettative, ha visto proprio nel 2012 un'ulteriore contrazione delle transazioni immobiliari a causa della scarsa liquidità presente sul mercato - non hanno visto concretizzarsi le aspettative in funzione delle quali avevano fatto ricorso alla proroga o al periodo di grazia.

Ferme restando eventuali iniziative che possono essere intraprese, individualmente, dagli operatori (come ad esempio il trasferimento degli *asset* ad altri fondi, ovvero ad altri organismi di investimento collettivo del risparmio, anche esteri), è emersa la necessità di individuare ulteriori possibili soluzioni operative che, agendo a livello sistemico, permettano di gestire al meglio la liquidazione dei fondi immobiliari in scadenza. Tutto questo minimizzando l'impatto negativo che una dismissione massiva degli immobili avrebbe, in primo luogo, sul valore delle partecipazioni dei quotisti dei fondi e, in secondo luogo, sul mercato immobiliare nel suo complesso.

A tale proposito Assogestioni, nell'ambito del Comitato dei responsabili e del Gruppo di lavoro fondi immobiliari, ha elaborato la proposta di una possibile soluzione operativa che consente alle SGR di gestire efficacemente il processo di liquidazione dei fondi in scadenza.

La proposta prevede un meccanismo di proroga della scadenza del fondo e la sua messa in liquidazione straordinaria, sulla base di un procedimento da concludersi, improrogabilmente, entro il 31 dicembre 2018.

Alla procedura in esame sono ammessi i soli fondi immobiliari quotati che abbiano già esperito la proroga e/o il periodo di grazia, ovvero che si trovino nell'impossibilità di procedervi. L'obiettivo è quello di evitare la dismissione dell'attivo a valori di mercato eccessivamente penalizzanti, garantendo nel contempo che l'operazione sia svolta nel precipuo e unico scopo di tutelare al meglio l'interesse dei quotisti, evitando l'eccessivo detrimento del valore della quota.

Il punto focale della proposta è rappresentato dall'imposizione di una serie di vincoli all'operatività delle SGR, volti ad assicurare che l'intero procedimento di liquidazione sia svolto nell'interesse dei quotisti e che tutte le attività realizzate siano finalizzate a liquidare l'attivo patrimoniale alle migliori condizioni di mercato.

La proposta di Assogestioni prevede una possibile soluzione operativa per gestire il processo di liquidazione dei fondi

Inoltre, in considerazione dell'eccezionalità e dell'importanza dell'operazione, la proposta è stata corredata da una serie di previsioni volte a incentivare il coinvolgimento attivo dei partecipanti al fondo alla decisione di proroga e messa in liquidazione straordinaria dello stesso, nonché di presidi volti a proteggere il valore delle partecipazioni contro possibili azioni di speculazione sul titolo, e dall'introduzione di sistemi di tutela degli interessi dei quotisti dissenzienti.

La tassazione dei partecipanti a fondi immobiliari

Arianna Immacolato, Francesca Moretti

A partire dal 2011 hanno trovato applicazione le nuove disposizioni in materia di tassazione dei redditi derivanti dalla partecipazione a fondi immobiliari. Queste norme introducono un regime di tassazione diverso a seconda della tipologia di investitore e della percentuale di partecipazione detenuta nel fondo, con l'obiettivo di arginare il fenomeno dei fondi "veicolo", cioè la costituzione di fondi immobiliari da parte di un numero ristretto di partecipanti al solo scopo di beneficiare del regime fiscale di favore previsto per tali fondi. Un espediente illecito per evitare l'applicazione del regime ordinario di tassazione dei redditi fondiari, applicabile nel caso in cui gli immobili siano detenuti direttamente dagli investitori.

Per contrastare la costituzione di fondi immobiliari al solo scopo di beneficiare del regime fiscale di favore previsto per questa tipologia di fondi (che non sono soggetti alle imposte sui redditi e all'IRAP), dal 2011 è stato introdotto¹ un regime di tassazione dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria derivanti dalla partecipazione a fondi immobiliari differenziato in ragione della tipologia dell'investitore (investitore "istituzionale" o investitore "non istituzionale") e della percentuale di partecipazione al fondo (superiore o meno al 5%).

In particolare, nei confronti degli investitori non istituzionali residenti, se in possesso di quote in misura superiore al 5% del patrimonio, è prevista l'applicazione di un regime di tassazione per "trasparenza" dei redditi conseguiti dal fondo, più oneroso rispetto a quello "ordinario" applicabile agli investitori istituzionali e agli investitori non istituzionali che possiedono quote di partecipazione in misura pari o inferiore al 5%.

Nessuna modifica è stata invece apportata al regime di tassazione dei fondi immobiliari ai fini delle imposte dirette, dell'imposta sul valore aggiunto, dell'im-

¹ Ai sensi dell'art. 32 del decreto legge n. 78 del 2010, come modificato dall'art. 8, comma 9, del decreto legge n. 70 del 2011.

posta di registro, ipotecaria e catastale. Pertanto, a prescindere dalla tipologia dei partecipanti e dalla quota di partecipazione posseduta, nei confronti dei fondi immobiliari resta ferma l'applicazione della disciplina ordinaria².

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 di 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 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.

In caso di redditi di capitale, è prevista l'applicazione di una ritenuta del 20%

Il regime di tassazione dei redditi percepiti dagli investitori istituzionali, a prescindere dalla percentuale di partecipazione detenuta nel fondo immobiliare, è quello ordinario di cui all'art. 7 del decreto legge n. 351 del 2001, per quanto attiene ai redditi di capitale, e quello di cui agli artt. 5, 6 o 7 del d.lgs. n. 461 del 1997 (ossia il regime della dichiarazione, del risparmio amministrato o del risparmio gestito) ai fini della tassazione dei redditi diversi di natura finanziaria realizzati in sede di cessione, riscatto o liquidazione delle quote ai sensi dell'art. 67, comma 1, lett. *c-ter*) e comma *1-quater*, del d.P.R. n. 917 del 1986 (TUIR), se conseguiti al di fuori di un'attività di impresa commerciale.

Diversamente, cioè nel caso in cui i redditi siano conseguiti nell'ambito di un'attività di impresa commerciale, questi concorrono a formare il reddito d'impresa in applicazione delle disposizioni ordinarie contenute nel TUIR.

Per quanto attiene alla tassazione dei redditi di capitale, è prevista l'applicazione di una ritenuta del 20% sui redditi distribuiti in costanza di partecipazione

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

al fondo, oppure realizzati attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote. In particolare, la ritenuta è applicata sull'ammontare dei redditi di capitale riferibili a ciascuna quota, distribuiti in costanza di partecipazione al fondo immobiliare e risultanti dai prospetti periodici redatti ai sensi dell'art. 6, comma 1, lett. c), n. 3), del d.lgs. n. 58 del 1998 – TUF (ossia risultanti dalla relazione semestrale, dal rendiconto della gestione del fondo e dagli eventuali prospetti contabili infrannuali redatti dal fondo), nonché sulla differenza (positiva) tra il valore di riscatto o di liquidazione delle quote e il costo di sottoscrizione o acquisto. Il costo di sottoscrizione o di acquisto è documentato dal partecipante; in mancanza della documentazione di sottoscrizione o acquisto, il costo deve essere attestato con una dichiarazione sostitutiva.

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 (ad esempio nei confronti di imprenditori individuali, società di persone ed equiparate, società di capitali ed enti commerciali), mentre è applicata a titolo d'imposta nei confronti di tutti gli altri soggetti (persone fisiche, società semplici ed equiparate, enti non commerciali), 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 e disciplinati dal 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, determinati confrontando il corrispettivo della cessione delle quote con il costo di sottoscrizione delle quote medesime (al lordo dei proventi direttamente riferibili all'incremento di patrimonio rilevato in capo al fondo)³ e le perdite realizzate in

³ Ciò, a differenza di quanto previsto per gli OICR (diversi dai fondi immobiliari) di cui all'art. 73, comma 5-quinquies, del TUIR.

sede di riscatto o liquidazione delle quote, costituiscono "reddito diverso" di natura finanziaria (ossia plusvalenze o minusvalenze). Questi redditi, se conseguiti al di fuori dell'esercizio di un'attività di impresa commerciale, sono soggetti a 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, concorrono invece a formare il reddito d'impresa.

Relativamente alle plusvalenze (o minusvalenze) realizzate da investitori esteri, l'imposta sostitutiva del 20% trova applicazione al ricorrere delle condizioni di collegamento "territoriale" cui all'art. 23, comma 1, lett. f), del TUIR. In base a questa disposizione, le plusvalenze derivanti dalla cessione a titolo oneroso di quote di fondi immobiliari sono imponibili nel territorio dello Stato se riguardanti quote che si trovano nel territorio stesso e che non siano negoziate nei mercati regolamentati. In ogni caso, pur in presenza dei suddetti presupposti rilevanti ai fini della tassazione dei redditi nel territorio dello Stato, l'effettiva imponibilità delle plusvalenze deve essere valutata tenuto conto della disposizione di cui all'art. 5, comma 5, del d.lgs. n. 461 del 1997 – che, come noto, esclude da imposizione i redditi diversi imputabili a soggetti non residenti in possesso dei requisiti di cui all'art. 6 del d.lgs. n. 239 del 1996 – nonché delle norme convenzionali.

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 del decreto legge n. 78 del 2010. In particolare, tra questi investitori rientrano le persone fisiche e le società, gli enti, i veicoli e ogni altro soggetto, residente o non residente nel territorio dello Stato, che non siano espressamente indicati nel comma 3 dell'art. 32 in commento. 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 superio-

re al 5%, invece, è prevista la tassazione per "trasparenza" dei redditi conseguiti dal fondo, se residenti, ovvero 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.

In altri termini, in luogo dell'applicazione della ritenuta del 20% di cui all'art. 7 del decreto legge n. 351 del 2001, detti investitori subiscono la tassazione sui redditi conseguiti ogni anno dal fondo, imputati in proporzione alla quota di partecipazione detenuta e indipendentemente dalla percezione del provento. Questo regime, in particolare, trova applicazione con 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. Pertanto, in linea con le regole generali di tassazione dei redditi, gli eventuali risultati negativi della gestione non rilevano per gli investitori che detengono le quote al di fuori dell'esercizio di un'attività di impresa commerciale. Le perdite conseguite dal fondo assumono invece rilevanza per gli investitori che detengono le quote nell'ambito dell'esercizio di impresa commerciale, concorrendo a formare il reddito d'impresa secondo le ordinarie disposizioni contenute nel TUIR.

Per gli investitori non istituzionali è previsto un diverso regime di tassazione, a seconda che possiedano più o meno del 5% del patrimonio

Circa le modalità di determinazione dei redditi da imputare per trasparenza, questi sono determinati escludendo dal risultato della gestione i proventi e gli oneri da valutazione, che rileveranno solo al momento in cui verranno effettivamente realizzati.

Nel periodo d'imposta in cui avviene la cessione del bene a cui si riferisce la plusvalenza (o minusvalenza) da valutazione, l'intero valore – determinato confrontando il corrispettivo di cessione del bene con il costo storico di acquisto – concorre a formare il reddito del partecipante, per la quota a esso riferibile in ragione della sua partecipazione al fondo.

In sostanza possono essere imputati per trasparenza tutti i proventi e gli oneri effettivamente realizzati dal fondo nel corso dell'anno (ad esempio utili e perdite da realizzo), i proventi (certi) rilevati per competenza (ad esempio canoni di locazione e interessi) nonché le spese e altri oneri rilevati per competenza e imputati definitivamente al fondo (ad esempio commissioni di gestione, interessi passivi su finanziamenti e spese di manutenzione ordinaria, qualora imputate nella sezione reddituale).

Per quanto riguarda i redditi imputati per trasparenza, per evitare fenomeni di doppia tassazione la norma prevede che non si applica la ritenuta del 20% di cui all'art. 7 del decreto legge n. 351 del 2001. 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) è tenuta ad applicare la ritenuta (sempreché non vengano distribuiti proventi già imputati per trasparenza in capo all'investitore in precedenti periodi d'imposta).

Qualora al termine del periodo d'imposta l'investitore risulti titolare di una partecipazione al fondo superiore al 5%, questo può scomputare la ritenuta subito in sede di dichiarazione dei redditi imputati per trasparenza dal fondo nel medesimo periodo d'imposta. Se invece al termine del periodo d'imposta l'investitore non risulta in possesso di una partecipazione superiore al 5%, la ritenuta applicata dal sostituto d'imposta deve ritenersi applicata a titolo definitivo (qualora, ovviamente, si tratti di proventi percepiti da soggetti non esercenti attività di impresa commerciale).

Nel caso della tassazione delle plusvalenze (e minusvalenze) realizzate in sede di cessione delle quote di partecipazione al fondo immobiliare, se sono conseguite

Gli investitori non istituzionali residenti con più del 5% sono assoggettati a tassazione per "trasparenza"

al di fuori dell'esercizio di impresa queste 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 d'impresa commerciale, queste concorrono invece alla formazione del reddito di impresa secondo le disposizioni ordinarie del TUIR.

In merito alle modalità di determinazione dei suddetti redditi, nel caso in cui l'investitore sia stato assoggettato a tassazione per trasparenza, al fine di evitare fenomeni di doppia tassazione dei redditi (o di deducibilità delle perdite), il costo di sottoscrizione o acquisto delle quote è aumentato dei redditi imputati per trasparenza e diminuito, fino a concorrenza dei predetti redditi, dei proventi distribuiti; nel caso di quote detenute nell'esercizio d'impresa commerciale, il costo è diminuito anche delle eventuali perdite imputate per trasparenza.

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 tratta 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 ha previsto nei confronti degli investitori non istituzionali, residenti o non residenti nel territorio dello Stato, che alla data del 31 dicembre del 2010 detenevano una quota di partecipazione al fondo superiore al 5%, l'obbligo di 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.

Il valore medio delle quote su cui applicare l'imposta sostitutiva doveva 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 poteva 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 normativa ha previsto la possibilità per la SGR di effettuare la liquidazione parziale delle quote per l'ammontare necessario al versamento dell'imposta.

Peraltro, 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 contribuito alla formazione della base imponibile per l'applicazione dell'imposta sostitutiva. Di converso, è stato stabilito che sono irrilevanti le eventuali minusvalenze determinate con riferimento a tale valore fiscalmente riconosciuto. Inoltre, al fine di evitare fenomeni di doppia imposizione dei proventi distribuiti in costanza di partecipazione al fondo, è stato precisato che non sono assoggettabili a tassazione i proventi maturati fino al 31 dicembre del 2010 e corrisposti nei periodi d'imposta successivi, fino a concorrenza dell'ammontare che ha concorso alla determinazione della base imponibile dell'imposta sostitutiva del 5%.





Oregon, USA
Crater Lake National Park

FONDI PENSIONE

Gli Schemi di convenzione per la gestione delle risorse dei fondi negoziali

Sonia Maffei, Simona Spiriti

Le norme introdotte dal decreto legislativo n. 252 del 2005 e la recente evoluzione del settore della previdenza complementare, hanno modificato, in modo sostanziale, il quadro normativo e regolamentare dei fondi pensione. Assogestioni è intervenuta, a sostegno delle associate, elaborando degli Schemi di convenzione per la gestione delle risorse dei fondi pensione negoziali in regime di contribuzione definita, con l'intenzione di agevolare l'operatività e rendere più semplice la contrattazione.

Assogestioni, nell'ambito dell'attività svolta a supporto delle associate, ha elaborato un documento contenente una proposta di revisione degli schemi di convenzione per la gestione delle risorse dei fondi pensione negoziali, originariamente predisposti dalla COVIP nel gennaio del 1998.

Questa revisione è divenuta necessaria in considerazione del nuovo quadro normativo e regolamentare che oggi contraddistingue il settore: il decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, (di seguito anche il Decreto), infatti, abrogando il precedente decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, ha eliminato la previsione secondo la quale, tra i compiti della COVIP, rientrava quello di definire, d'intesa con le autorità di vigilanza dei soggetti abilitati a gestire le risorse dei fondi pensione, schemi-tipo di contratti tra i fondi pensione e i soggetti abilitati a gestire le risorse degli stessi¹.

Secondo il Decreto, spetta ora alla COVIP il solo compito di:

- i) definire, sentite le autorità di vigilanza sui soggetti abilitati a gestire le risorse delle forme pensionistiche, i criteri di redazione delle convenzioni, cui devono attenersi le forme pensionistiche medesime e i gestori nella stipula dei relativi contratti;
- ii) verificare le linee di indirizzo della gestione e vigilare sulla corrispondenza

¹ Articolo 17, comma 2, lettera e), del decreto legislativo n. 124 del 21 aprile 1993

delle convenzioni ai criteri di cui all'articolo 6 del Decreto, nonché ai criteri di redazione definiti dalla stessa Commissione.

Come precisato dalla stessa COVIP a seguito dell'entrata in vigore del Decreto, la previsione normativa di cui sopra conferma la sussistenza del potere di vigilanza della Commissione in merito alle convenzioni di gestione, già prevista dal decreto legislativo n. 124 del 1993.

Ciò che invece risulta nuovo, rispetto alla precedente formulazione, è la mancanza dell'assenso preventivo della COVIP alla stipula delle convenzioni e alle loro successive modifiche. Per effetto di questa previsione, quindi, le convenzioni di gestione non sono più soggette a un'autorizzazione preventiva, pur rimanendo soggette a vigilanza.

Per questo motivo, e con l'intenzione di fornire alle associate uno strumento che possa agevolarle nella contrattazione con i fondi pensione negoziali, Asso-gestioni ha provveduto - nell'ambito dei lavori del Gruppo di lavoro previdenza, unitamente a un gruppo di lavoro costituito *ad hoc* - a elaborare degli Schemi di convenzione per la gestione delle risorse dei fondi pensione negoziali in regime di contribuzione definita, con e senza garanzia di restituzione del capitale o di corresponsione di un interesse minimo. Gli Schemi sono stati inoltre inviati alla COVIP per opportuna conoscenza.

Bisogna poi ricordare che la redazione degli Schemi ha preso le mosse dal documento a suo tempo elaborato dalla COVIP stessa (ai sensi dell'articolo 17, comma 2, lettera e), del decreto legislativo n. 124 del 1993), innovandolo in modo da tener conto della più recente evoluzione normativa e regolamentare.

*Dal 2005
le convenzioni
di gestione
non sono
più soggette
all'autorizzazione
preventiva
della COVIP*

Lo Schema esemplificativo per la redazione del documento sulla politica di investimento

Sonia Maffei, Simona Spirti

Nel marzo del 2012 la COVIP ha emanato alcune disposizioni in materia di politica d'investimento dei fondi pensione, con l'obiettivo di favorire la definizione e la realizzazione di una strategia di investimento coerente con i bisogni previdenziali degli aderenti. Al fine di agevolare le associate nell'applicazione delle nuove disposizioni regolamentari e nella redazione della documentazione richiesta dall'autorità di vigilanza, Assogestioni ha elaborato un apposito Schema esemplificativo.

Con Deliberazione del 16 marzo 2012 la COVIP ha emanato le "Disposizioni per l'attuazione della politica degli investimenti" (di seguito, le Disposizioni), che impongono ai fondi pensione di redigere un documento sulla politica di investimento (di seguito anche il Documento), che definisca gli obiettivi e i criteri di attuazione della gestione finanziaria, nonché una chiara ripartizione dei compiti e delle responsabilità dei soggetti a vario titolo coinvolti nelle differenti fasi del processo di investimento, e le modalità con cui si intendono gestire le attività di controllo del rischio.

Il Documento è volto a favorire la definizione e la realizzazione, da parte di tutti i fondi pensione, di una corretta strategia degli investimenti, per individuare combinazioni rischio-rendimento efficienti e coerenti con i bisogni previdenziali degli aderenti.

Assogestioni, nell'ottica di agevolare le società che istituiscono e gestiscono fondi pensione aperti nell'implementazione delle Disposizioni, ha provveduto a elaborare un apposito Schema esemplificativo, con l'obiettivo di fornire alcune utili indicazioni e suggerimenti in merito all'applicazione delle disposizioni di più dubbia interpretazione contenute nella Deliberazione COVIP, al fine di assistere le associate nella redazione del Documento.

Lo Schema proposto, condiviso nell'ambito dei lavori del Gruppo di lavoro previdenza e di un gruppo di lavoro costituito *ad hoc* all'interno di Assogestioni, non vuole rappresentare una *standard* per le associate, ma si limita, piuttosto, a riportare alcune considerazioni di carattere generale e spunti di riflessione per la declinazione dei contenuti del Documento, con particolare riferimento ad alcune delle disposizioni impartite dalla COVIP.

Quanto all'approccio adottato nella redazione dello Schema esemplificativo, è necessario sottolineare, in primo luogo, come lo stesso sia stato redatto con riferimento alle caratteristiche e alle specificità dei soli fondi pensione aperti. Nell'interpretazione delle Disposizioni, quindi, lo Schema considera le specificità di questa particolare categoria di fondi pensione, in particolar modo per tutti gli aspetti concernenti la struttura organizzativa e la *governance*.

A quest'ultimo proposito, la stessa COVIP, con la Circolare n. 5405 del 30 ottobre 2012, ha chiarito che *"le società istitutrici di fondi pensione aperti, PIP e fondi pensione interni preesistenti, per i profili di organizzazione dovranno tenere conto delle relative discipline di settore"*.

In linea con quanto chiarito dalla COVIP, pertanto, lo Schema esemplificativo propone un'applicazione delle disposizioni ispirata a una logica di efficienza, con l'obiettivo di non replicare i costi organizzativi e gestionali già sostenuti dalle SGR, in qualità di soggetti istitutori, per adempiere a obblighi regolamentari equivalenti a quelli imposti dalla Deliberazione.

In secondo luogo, l'associazione ritiene che il Documento sulla politica di investimento non debba essere necessariamente inteso come un documento *ad hoc*, autonomo e separato rispetto a documenti prodotti dal soggetto istitutore e che già contengano tutte le informazioni richieste dalla Deliberazione. Inoltre, pur considerando la possibilità concessa agli aderenti di richiederne una copia, nel Documento andrebbe chiarito che lo stesso non è da intendersi come un documento di trasparenza, che impegni contrattualmente il fondo verso l'esterno, quanto piuttosto come uno strumento volto a delinearne e formalizzare la linea gestionale che il fondo intende adottare.

Oltre a quanto già evidenziato in merito all'approccio generale seguito dall'associazione nella redazione dello Schema esemplificativo, vale la pena soffermarsi, brevemente, su talune disposizioni di maggiore rilevanza.

In primo luogo, è opportuno sottolineare come Assogestioni abbia evidenziato all'autorità di vigilanza la necessità di tener conto delle specificità dei fondi pensione aperti, non solo per tutti gli aspetti inerenti alla *governance*, ma anche con riferimento ai potenziali investitori cui questi rivolgono la propria offerta.

I fondi pensione della specie qui considerata, infatti, non si rivolgono a una categoria di soggetti predeterminata, ma, piuttosto, a una platea indefinita di potenziali investitori, eterogenea sotto i profili della provenienza, degli obiettivi di investimento, del livello di retribuzione, nonché del tasso di sostituzione atteso; inoltre, per loro stessa natura, i fondi pensione aperti già definiscono le proprie *asset allocation* con l'obiettivo di rispondere alle molteplici esigenze di una popolazione estesa, indefinita ed eterogenea.

È per questa ragione che si ritiene non solo di scarso valore aggiunto, ma addirittura non attuabile procedere all'analisi delle caratteristiche socio-demografiche della popolazione di riferimento e dei suoi bisogni previdenziali, così come richiesto dalla Deliberazione.

Analogamente, si è tenuto conto di ciò anche nell'interpretazione dell'articolo 3, comma 3, della Deliberazione, che prevede che il fondo pensione definisca il numero di comparti che ritiene utile porre in essere, le combinazioni rischio-rendimento degli stessi, l'eventuale presenza di meccanismi *life-cycle* e il relativo funzionamento, sulla base di un'analisi socio-demografica della popolazione di riferimento e dei suoi bisogni previdenziali. Pertanto, tali disposizioni si ritengono non applicabili nei confronti dei fondi pensione aperti.

Va peraltro sottolineato come l'associazione abbia, comunque, ritenuto utile dare indicazioni alle Società istitutrici di fondi pensione aperti che vanno nel senso di mantenere costantemente aggiornate le informazioni sui propri aderenti, sulla base di quanto richiesto dalla stessa COVIP nel provvedimento sulle segnalazioni statistiche.

In secondo luogo, è stato poi chiarito come il rendimento medio annuo, espresso in termini reali, da esplicitare nel Documento ai sensi dell'articolo 3, comma 4, della Deliberazione, sia da intendersi non come un impegno da parte del fondo pensione nei confronti degli aderenti alla realizzazione del rendimento indicato, bensì come un obiettivo cui deve tendere la gestione finanziaria e sulla base del quale devono essere definite l'*asset allocation* e la strategia di gestione.

*Lo Schema
esemplificativo
è basato sulle
caratteristiche
dei soli fondi
pensione aperti*

DATI E TAVOLE STATISTICHE

Ulteriori informazioni sono disponibili nella banca dati online dell'associazione,
all'indirizzo www.assogestioni.it/cubo

Gestioni collettive e gestioni di portafoglio - 2012

Dati in milioni di euro

	Raccolta netta annua	Patrimonio gestito al 31/12/2012		Patrimonio promosso al 31/12/2012	
Industria del risparmio gestito					
TOTALE (*)	-11.841	1.194.602	100,0%	1.152.102	100,0%
GESTIONI COLLETTIVE	2.631	525.310	44,0%	498.854	43,3%
Fondi aperti	1.181	482.205	40,4%	455.774	39,6%
Fondi aperti	3.918	473.510	39,6%	448.119	38,9%
Fondi riservati	-225	1.608	0,1%	751	0,1%
Fondi hedge	-2.512	7.088	0,6%	6.904	0,6%
Fondi chiusi	1.450	43.105	3,6%	43.079	3,7%
Fondi immobiliari	1.408	42.384	3,5%	42.381	3,7%
Fondi mobiliari	42	721	0,1%	698	0,1%
GESTIONI DI PORTAFOGLIO	-14.472	669.292	56,0%	653.248	56,7%
GPF retail	-2.835	24.160	2,0%	23.644	2,1%
GPM retail	-3.965	68.360	5,7%	65.519	5,7%
Gestioni di patrimoni previdenziali	3.506	48.646	4,1%	41.287	3,6%
Fondi pensione aperti	1.303	9.672	0,8%	7.420	0,6%
Fondi pensione negoziali	1.029	21.412	1,8%	19.949	1,7%
Forme di previdenza complementare di tipo individuale (PIP)	0	135	0,0%	91	0,0%
Fondi pensione preesistenti	41	4.299	0,4%	3.226	0,3%
Casse di previdenza	86	1.218	0,1%	1.150	0,1%
Altre forme previdenziali	1.046	11.909	1,0%	9.450	0,8%
Gestioni di prodotti assicurativi	-1.886	466.184	39,0%	461.158	40,0%
Unit linked	-2.608	55.862	4,7%	55.792	4,8%
Index linked	-1.488	5.366	0,4%	5.366	0,5%
Gestioni separate	2.992	371.959	31,1%	371.615	32,3%
Altri prodotti assicurativi	-405	32.708	2,7%	28.096	2,4%
Prodotti assicurativi non classificati	-378	290	0,0%	290	0,0%
Altre Gestioni	-9.291	61.943	5,2%	61.641	5,4%
Fondi aperti (dettaglio)					
TOTALE	1.181	482.205	100,0%	455.774	100,0%
FONDI DI LUNGO TERMINE	12.476	443.615	92,0%	423.522	92,9%
AZIONARI	-7.132	99.198	20,6%	98.205	21,5%
BILANCIATI	-1.350	20.727	4,3%	19.018	4,2%
OBBLIGAZIONARI	23.036	249.051	51,6%	231.693	50,8%
FLESSIBILI	435	67.551	14,0%	67.702	14,9%
HEDGE	-2.512	7.088	1,5%	6.904	1,5%
FONDI MONETARI	-12.576	32.358	6,7%	32.253	7,1%
NON CLASSIFICATI	1.280	6.232	1,3%		0,0%
FONDI DI DIRITTO ITALIANO	-13.790	148.909	30,9%	148.354	32,5%
FONDI DI DIRITTO ESTERO	14.971	333.296	69,1%	307.420	67,5%

(*) 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 - 2012

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2012	2° trim 2012	3° trim 2012	4° trim 2012
AZIONARI	98.998	92.798	96.263	98.205
AZ. ITALIA	3.799	3.357	3.585	3.766
AZ. AREA EURO	4.253	3.820	4.170	4.559
AZ. EUROPA	17.574	16.085	17.169	18.203
AZ. AMERICA	16.657	16.349	16.504	16.001
AZ. PACIFICO	9.111	8.440	8.406	8.832
AZ. PAESI EMERGENTI	18.974	17.274	17.922	18.519
AZ. PAESE	6.359	6.045	5.916	6.219
AZ. INTERNAZIONALI	12.997	12.573	13.082	12.673
AZ. ENERGIA E M.P.	1.526	1.285	1.414	1.241
AZ. INDUSTRIA	98	83	101	95
AZ. BENI CONSUMO	298	305	308	342
AZ. SALUTE	453	500	555	540
AZ. FINANZA	876	859	886	889
AZ. INFORMATICA	910	799	815	732
AZ. SERV. TELECOM.	71	76	102	59
AZ. SERV. PUBBL. UT.	314	297	300	287
AZ. ALTRI SETTORI	3.080	2.990	3.158	3.290
AZ. ALTRE SPECIAL.	1.648	1.662	1.870	1.956
BILANCIATI	18.493	18.349	18.289	19.018
BILANCIATI AZIONARI	1.123	1.040	1.049	1.207
BILANCIATI	9.084	9.478	9.705	10.267
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	8.286	7.831	7.536	7.543
OBBLIGAZIONARI	189.371	198.909	214.666	231.693
OBBL. ITALIA		6.515	7.896	8.543
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	30.865	29.307	28.967	31.444
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	29.053	28.283	28.993	29.782
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	20.137	19.483	21.070	22.517
OBBL. EURO HIGH YIELD	3.020	2.174	2.680	3.505
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	361	414	527	665
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.279	1.444	1.573	1.406
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	467	726	784	749
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	990	1.373	1.610	1.753
OBBL. INT.LI GOV.	5.103	6.018	6.280	6.152
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	1.289	1.603	1.984	2.350
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	3.266	4.125	4.836	5.733
OBBL. YEN	438	445	465	421
OBBL. PAESI EMERGENTI	10.326	11.763	13.814	15.117
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	28.596	29.050	30.058	32.493
OBBL. MISTI	13.869	13.222	14.147	14.776
OBBL. FLESSIBILI	40.313	42.964	48.980	54.286
FONDI DI MERCATO MONETARIO	45.662	39.124	34.002	32.253
FONDI DI MERCATO MONETARIO EURO	44.189	36.985	31.952	30.709
FONDI DI MERCATO MONETARIO DOLLARO	1.112	1.560	1.377	1.004
FONDI DI MERCATO MONETARIO YEN	28	41	39	34
FONDI DI MERCATO MONETARIO ALTRE VALUTE	333	538	634	506
FLESSIBILI	63.884	60.018	64.487	67.702
FONDI HEDGE	9.014	8.112	7.592	6.904
TOTALE	425.422	417.309	435.299	455.775

Fondi aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta (promosso) - 2012

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

	1° trim 2012	2° trim 2012	3° trim 2012	4° trim 2012
AZIONARI	21.216	19.611	20.024	19.400
AZ. ITALIA	2.293	2.001	2.107	2.187
AZ. AREA EURO	1.243	1.031	1.085	1.113
AZ. EUROPA	5.659	5.267	5.384	5.389
AZ. AMERICA	2.448	2.362	2.413	2.194
AZ. PACIFICO	2.073	1.917	1.871	1.830
AZ. PAESI EMERGENTI	3.415	3.126	3.203	3.175
AZ. INTERNAZIONALI	3.511	3.371	3.430	3.023
AZ. ENERGIA E M.P.	108	101	99	91
AZ. SALUTE	67	69	71	67
AZ. FINANZA	59	54	56	58
AZ. INFORMATICA	219	200	194	172
AZ. ALTRI SETTORI	34	28	28	24
AZ. ALTRE SPECIAL.	88	83	82	76
BILANCIATI	8.107	7.546	7.201	6.856
BILANCIATI AZIONARI	204	189	192	158
BILANCIATI	4.675	4.352	4.099	3.871
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	3.229	3.005	2.909	2.826
OBBLIGAZIONARI	64.236	68.350	71.256	76.217
OBBL. ITALIA		6.008	6.483	6.475
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	21.417	20.017	19.612	21.365
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	7.142	6.946	7.095	7.326
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	2.742	2.599	2.638	2.762
OBBL. EURO HIGH YIELD	515	475	491	523
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.				188
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	106	101	100	96
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE		42	82	82
OBBL. INT.LI GOV.	1.975	2.243	2.329	1.968
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	241	296	351	395
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	513	540	635	701
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.962	2.101	2.366	2.537
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	7.386	7.311	7.497	7.797
OBBL. MISTI	10.542	10.020	10.351	10.487
OBBL. FLESSIBILI	9.695	9.651	11.226	13.516
FONDI DI MERCATO MONETARIO	24.963	17.673	15.162	12.297
FONDI DI MERCATO MONETARIO EURO	24.770	17.459	14.961	12.297
FONDI DI MERCATO MONETARIO DOLLARO	193	214	202	
FLESSIBILI	26.914	24.823	27.228	28.085
FONDI HEDGE	7.114	6.411	6.005	5.499
TOTALE	152.551	144.415	146.875	148.354

Fondi aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio promosso - 2012

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

	1° trim 2012	2° trim 2012	3° trim 2012	4° trim 2012
AZIONARI	77.782	73.188	76.239	78.806
AZ. ITALIA	1.506	1.355	1.478	1.579
AZ. AREA EURO	3.010	2.789	3.085	3.446
AZ. EUROPA	11.915	10.818	11.785	12.814
AZ. AMERICA	14.209	13.986	14.091	13.808
AZ. PACIFICO	7.038	6.523	6.535	7.002
AZ. PAESI EMERGENTI	15.559	14.148	14.719	15.344
AZ. PAESE	6.359	6.045	5.916	6.219
AZ. INTERNAZIONALI	9.486	9.202	9.652	9.650
AZ. ENERGIA E M.P.	1.418	1.184	1.315	1.150
AZ. INDUSTRIA	98	83	101	95
AZ. BENI CONSUMO	298	305	308	342
AZ. SALUTE	386	430	483	473
AZ. FINANZA	817	804	830	832
AZ. INFORMATICA	691	598	620	560
AZ. SERV. TELECOM.	71	76	102	59
AZ. SERV. PUBBL. UT.	314	297	300	287
AZ. ALTRI SETTORI	3.046	2.962	3.129	3.266
AZ. ALTRE SPECIAL.	1.560	1.579	1.788	1.880
BILANCIATI	10.386	10.802	11.089	12.162
BILANCIATI AZIONARI	920	851	856	1.049
BILANCIATI	4.409	5.126	5.606	6.396
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	5.058	4.826	4.626	4.717
OBBLIGAZIONARI	125.134	130.559	143.410	155.476
OBBL. ITALIA		507	1.414	2.068
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	9.448	9.290	9.354	10.080
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	21.911	21.337	21.898	22.455
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	17.395	16.884	18.433	19.754
OBBL. EURO HIGH YIELD	2.505	1.699	2.190	2.982
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	361	414	527	477
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.173	1.343	1.472	1.310
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	467	685	702	667
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	990	1.373	1.610	1.753
OBBL. INT.LI GOV.	3.128	3.775	3.951	4.185
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	1.048	1.307	1.633	1.955
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	2.753	3.586	4.201	5.032
OBBL. YEN	438	445	465	421
OBBL. PAESI EMERGENTI	8.364	9.662	11.449	12.580
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	21.210	21.738	22.562	24.697
OBBL. MISTI	3.327	3.202	3.795	4.289
OBBL. FLESSIBILI	30.618	33.313	37.755	40.770
FONDI DI MERCATO MONETARIO	20.699	21.451	18.839	19.956
FONDI DI MERCATO MONETARIO EURO	19.419	19.527	16.991	18.412
FONDI DI MERCATO MONETARIO DOLLARO	919	1.346	1.175	1.004
FONDI DI MERCATO MONETARIO YEN	28	41	39	34
FONDI DI MERCATO MONETARIO ALTRE VALUTE	333	538	634	506
FLESSIBILI	36.969	35.194	37.260	39.616
FONDI HEDGE	1.900	1.701	1.587	1.405
TOTALE	272.871	272.895	288.424	307.421

Fondi aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta (promosso) - 2012

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2012	2° trim 2012	3° trim 2012	4° trim 2012	Totale
AZIONARI	-1.377	-3.451	-1.572	-1.243	-7.643
AZ. ITALIA	2	-122	-29	-67	-216
AZ. AREA EURO	-181	-327	31	-152	-630
AZ. EUROPA	-468	-740	-153	-59	-1.419
AZ. AMERICA	-683	-375	-492	-225	-1.775
AZ. PACIFICO	-208	-395	-196	-108	-907
AZ. PAESI EMERGENTI	258	-903	-327	8	-964
AZ. PAESE	-93	-213	-430	-125	-861
AZ. INTERNAZIONALI	119	-191	-135	-411	-618
AZ. ENERGIA E M.P.	-5	-142	27	-123	-244
AZ. INDUSTRIA	11	-12	15	-7	7
AZ. BENI CONSUMO	-9	15	-4	15	17
AZ. SALUTE	-24	14	23	5	18
AZ. FINANZA	-35	8	-48	-41	-116
AZ. INFORMATICA	10	-59	-17	-43	-109
AZ. SERV. TELECOM.	-11	-3	25	-34	-22
AZ. SERV. PUBBL. UT.	-23	-29	1	-13	-65
AZ. ALTRI SETTORI	-125	-51	31	108	-36
AZ. ALTRE SPECIAL.	89	74	106	29	298
BILANCIATI	-237	-571	-487	-14	-1.309
BILANCIATI AZIONARI	-27	-31	-47	-23	-128
BILANCIATI	156	-117	4	249	292
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-366	-423	-444	-240	-1.473
OBBLIGAZIONARI	5.403	2.802	8.434	7.815	24.454
OBBL. ITALIA		-288	966	520	1.198
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-1.396	-1.585	-935	-610	-4.526
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-619	-760	-337	-274	-1.989
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	623	-429	803	767	1.764
OBBL. EURO HIGH YIELD	268	-286	348	579	910
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	68	38	132	-62	175
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-1	71	121	-141	49
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-59	240	15	-8	188
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	193	150	165	49	557
OBBL. INT.LI GOV.	280	563	210	-307	746
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	290	280	325	195	1.090
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	325	264	537	796	1.921
OBBL. YEN	-8	-2	20	-23	-14
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.157	1.058	1.464	973	4.653
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	736	678	420	1.408	3.242
OBBL. MISTI	37	-27	367	437	814
OBBL. FLESSIBILI	3.509	2.836	3.814	3.518	13.677
FONDI DI MERCATO MONETARIO	-2.918	-315	-5.166	-4.118	-12.517
FONDI DI MERCATO MONETARIO EURO	-3.099	-811	-5.097	-3.860	-12.868
FONDI DI MERCATO MONETARIO DOLLARO	173	290	-153	-156	154
FONDI DI MERCATO MONETARIO YEN	0	10	-2	0	8
FONDI DI MERCATO MONETARIO ALTRE VALUTE	7	196	86	-102	189
FLESSIBILI	-2.130	-1.068	2.340	813	-45
FONDI HEDGE	-546	-666	-614	-761	-2.587
TOTALE	-1.804	-3.269	2.934	2.491	353

Fondi aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta (promosso) - 2012

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

	1° trim 2012	2° trim 2012	3° trim 2012	4° trim 2012	Totale
AZIONARI	-667	-715	-677	-1.039	-3.097
AZ. ITALIA	16	-96	-31	-55	-167
AZ. AREA EURO	-44	-125	-28	-61	-258
AZ. EUROPA	-241	-146	-224	-195	-806
AZ. AMERICA	-124	-72	-48	-105	-348
AZ. PACIFICO	-63	-97	-110	-91	-361
AZ. PAESI EMERGENTI	-70	-115	-87	-115	-387
AZ. INTERNAZIONALI	-119	-42	-121	-391	-673
AZ. ENERGIA E M.P.	-4	-3	-7	-4	-19
AZ. SALUTE	-4	-1	-2	-2	-9
AZ. FINANZA	0	-2	-3	-1	-6
AZ. INFORMATICA	-7	-8	-9	-10	-34
AZ. ALTRI SETTORI	-4	-3	-3	-2	-12
AZ. ALTRE SPECIAL.	-3	-4	-5	-5	-18
BILANCIATI	-294	-411	-401	-300	-1.407
BILANCIATI AZIONARI	-7	-9	-6	-9	-31
BILANCIATI	-216	-231	-284	-222	-953
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-71	-172	-112	-70	-424
OBBLIGAZIONARI	-365	-1.760	694	1.449	19
OBBL. ITALIA		-527	108	-98	-517
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-612	-1.356	-851	-520	-3.340
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-35	-113	-86	70	-165
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	-82	-120	-25	49	-178
OBBL. EURO HIGH YIELD	-5	-34	-9	8	-40
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.				-9	-9
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-99	-12	0	-2	-114
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE		42	41	1	83
OBBL. INT.LI GOV.	75	220	54	-304	45
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	28	52	43	38	161
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	7	24	73	49	152
OBBL. PAESI EMERGENTI	117	99	146	122	484
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	93	120	1	155	368
OBBL. MISTI	-339	-177	-83	58	-540
OBBL. FLESSIBILI	488	25	1.284	1.831	3.628
FONDI DI MERCATO MONETARIO	-1.390	-765	-2.426	-422	-5.003
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	-1.388	-776	-2.417	-422	-5.003
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	-2	12	-9		0
FLESSIBILI	-2.076	-1.502	1.329	91	-2.158
FONDI HEDGE	-611	-461	-490	-585	-2.146
TOTALE	-5.403	-5.613	-1.971	-807	-13.793

Fondi aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta (promosso) - 2012

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

	1° trim 2012	2° trim 2012	3° trim 2012	4° trim 2012	Totale
AZIONARI	-710	-2.736	-895	-204	-4.546
AZ. ITALIA	-14	-26	2	-12	-49
AZ. AREA EURO	-137	-203	59	-91	-372
AZ. EUROPA	-227	-594	71	137	-613
AZ. AMERICA	-559	-303	-445	-119	-1.426
AZ. PACIFICO	-145	-298	-86	-17	-546
AZ. PAESI EMERGENTI	328	-788	-240	123	-577
AZ. PAESE	-93	-213	-430	-125	-861
AZ. INTERNAZIONALI	238	-149	-13	-20	55
AZ. ENERGIA E M.P.	-1	-139	33	-119	-226
AZ. INDUSTRIA	11	-12	15	-7	7
AZ. BENI CONSUMO	-9	15	-4	15	17
AZ. SALUTE	-20	15	25	7	27
AZ. FINANZA	-35	11	-45	-40	-110
AZ. INFORMATICA	17	-52	-7	-33	-75
AZ. SERV. TELECOM.	-11	-3	25	-34	-22
AZ. SERV. PUBBL. UT.	-23	-29	1	-13	-65
AZ. ALTRI SETTORI	-121	-48	34	111	-24
AZ. ALTRE SPECIAL.	92	78	111	35	316
BILANCIATI	58	-160	-86	286	98
BILANCIATI AZIONARI	-19	-22	-41	-14	-97
BILANCIATI	373	113	288	471	1.245
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-295	-251	-333	-171	-1.050
OBBLIGAZIONARI	5.768	4.562	7.740	6.366	24.435
OBBL. ITALIA		239	858	618	1.715
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-783	-229	-84	-90	-1.187
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-583	-646	-251	-344	-1.824
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	705	-309	829	717	1.943
OBBL. EURO HIGH YIELD	273	-251	357	571	950
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	68	38	132	-53	184
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	98	83	121	-139	163
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-59	198	-25	-9	105
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	193	150	165	49	557
OBBL. INT.LI GOV.	205	343	156	-3	701
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	262	228	282	157	930
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	318	240	464	747	1.769
OBBL. YEN	-8	-2	20	-23	-14
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.040	960	1.318	851	4.169
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	644	559	419	1.252	2.874
OBBL. MISTI	375	150	450	379	1.354
OBBL. FLESSIBILI	3.021	2.812	2.530	1.687	10.049
FONDI DI MERCATO MONETARIO	-1.528	450	-2.740	-3.695	-7.514
FONDI DI MERCATO MONETARIO EURO	-1.711	-35	-2.680	-3.438	-7.864
FONDI DI MERCATO MONETARIO DOLLARO	176	278	-144	-156	154
FONDI DI MERCATO MONETARIO YEN	0	10	-2	0	8
FONDI DI MERCATO MONETARIO ALTRE VALUTE	7	196	86	-102	189
FLESSIBILI	-54	434	1.011	722	2.113
FONDI HEDGE	65	-205	-124	-177	-441
TOTALE	3.599	2.344	4.905	3.298	14.146

Fondi aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio gestito (*) - 2012

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

	1° trim 2012	2° trim 2012	3° trim 2012	4° trim 2012
FONDI DI DIRITTO ITALIANO	153.077	144.919	147.366	148.910
AZIONARI	21.217	19.611	20.024	19.439
BILANCIATI	8.246	7.681	7.336	6.989
OBBLIGAZIONARI	64.232	68.157	71.059	76.126
MONETARI	24.963	17.832	15.288	12.297
FLESSIBILI	26.707	24.645	27.061	27.930
HEDGE	7.138	6.447	6.035	5.560
NON CLASSIFICATO	572	548	563	569
FONDI DI DIRITTO ESTERO	281.624	283.145	298.590	333.296
AZIONARI	77.863	73.349	76.569	79.758
BILANCIATI	12.281	12.065	12.262	13.738
OBBLIGAZIONARI	128.026	133.569	146.261	172.925
MONETARI	20.865	21.617	18.975	20.061
FLESSIBILI	35.816	35.000	37.089	39.621
HEDGE	2.040	1.820	1.702	1.528
NON CLASSIFICATO	4.733	5.724	5.732	5.663
TOTALE	434.701	428.064	445.956	482.205

(*) 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 [^]				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	25.394			25.394	4.420			4.420	29.814			29.814
Dicembre 1990	24.471			24.471	3.186			3.186	27.657			27.657
Dicembre 1991	29.028			29.028	2.838			2.838	31.866			31.866
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	2.955		475.298	62.107			62.107	534.450	2.955		537.405
Dicembre 2000	454.866	3.373		458.240	116.145			116.145	571.012	3.373		574.385
Dicembre 2001	411.153	4.699	761	416.613	129.633			129.633	540.786	4.699	761	546.246
Dicembre 2002	366.842	5.254	2.139	374.235	121.869		612	122.481	488.711	5.254	2.751	496.717
Dicembre 2003	386.568	5.405	5.269	397.242	148.743		2.320	151.063	535.311	5.405	7.589	548.305
Dicembre 2004	370.668	7.471	10.732	388.871	177.691		3.343	181.034	548.360	7.471	14.075	569.905
Dicembre 2005	376.161	9.480	16.059	401.700	234.973		3.708	238.680	611.133	9.480	19.767	640.380
Dicembre 2006	338.676	9.121	22.488	370.284	280.283		5.820	286.102	618.958	9.121	28.307	656.387
Dicembre 2007	290.141	2.885	29.316	322.342	283.343	5.600	7.039	295.982	573.484	8.485	36.355	618.324
Dicembre 2008	195.746	1.808	16.499	214.053	176.022	7.788	4.798	188.609	371.768	9.596	21.297	402.661
Dicembre 2009	201.806	1.306	11.482	214.593	214.300	1.860	4.577	220.737	416.105	3.166	16.059	435.330
Dicembre 2010	182.902	843	10.070	193.815	261.734	1.884	2.616	266.233	444.636	2.727	12.686	460.049
Dicembre 2011	144.584	788	7.504	152.876	257.551	914	1.826	260.291	402.134	1.702	9.330	413.166
Dicembre 2012	142.123	732	5.499	148.354	305.996	19	1.405	307.420	448.119	751	6.904	455.775

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

[^] 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 (promosso)*

Dati aggregati per tipologia e domicilio in milioni di euro

	Fondi di diritto italiano				Fondi di diritto estero [^]				Tipologia giuridica			Totale
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	
1984	557			557	nd			nd	557			557
1985	8.251			8.251	nd			nd	8.251			8.251
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	-3.446			-3.446	-623			-623	-4.069			-4.069
1990	438			438	-691			-691	-253			-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	-5.417			-5.417	937			937	-4.480			-4.480
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	167.064			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	-5.600	5.437	611	448	-57.213	-990	5.790	-52.412
2008	-74.326	-940	-7.635	-82.901	-62.509	2.565	-806	-60.751	-136.836	1.625	-8.441	-143.651
2009	-7.159	-567	-5.131	-12.857	12.454	64	-344	12.174	5.295	-503	-5.475	-683
2010	-22.731	-447	-1.484	-24.662	30.891	-54	-479	30.358	8.160	-501	-1.962	5.697
2011	-32.926	-60	-1.505	-34.492	2.725	-970	-616	1.140	-30.201	-1.030	-2.121	-33.352
2012	-11.556	-90	-2.146	-13.793	15.044	-457	-441	14.146	3.487	-547	-2.587	353

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

[^]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
	Fondi aperti	Fondi chiusi	Totale gestioni collettive	GPF retail	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	151.592	42.440	347.579	880.182
Dicembre 2004	551.227	12.062	563.290	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	507.963	1.179.549
Dicembre 2007	616.362	32.261	648.623	92.008	82.327	20.519	212.068	75.508	482.430	1.131.053
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	38.399	476.579	33.569	78.129	30.282	258.317	72.858	473.155	949.734
Dicembre 2010	460.443	40.945	501.388	35.901	85.313	32.853	281.628	69.759	505.454	1.006.843
Dicembre 2011	418.950	42.565	461.515	28.802	71.601	38.297	267.762	69.651	476.113	937.629
Dicembre 2012	482.205	43.105	525.310	24.160	68.360	48.646	466.184	61.943	669.292	1.194.602

(*) 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
	Fondi aperti	Fondi chiusi	Totale gestioni collettive	GPF retail	GPM retail	Gestioni di prodotti previdenziali	Gestioni di prodotti assicurativi	Altre gestioni	Totale gestioni di portafoglio	
2003	29.552	18	29.570	-4.814	-1.017	343	21.094	1.190	16.796	46.366
2004	798	318	1.116	-510	1.283	1.055	18.740	-1.390	19.178	20.294
2005	21.327	162	21.489	8.187	4.891	1.693	13.057	2.819	30.647	52.136
2006	-9.391	829	-8.562	525	-86	1.407	2.745	22.559	27.149	18.587
2007	-52.412	317	-52.096	-15.567	-3.945	1.452	-8.337	-810	-27.207	-79.303
2008	-143.651	1.793	-141.858	-33.859	-12.937	4.386	-11.840	-3.735	-57.985	-199.843
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	-33.352	2.402	-30.949	-5.528	-4.478	2.776	1.078	-3.742	-9.895	-40.844
2012	1.181	1.450	2.631	-2.835	-3.965	3.506	-1.886	-9.291	-14.472	-11.841

GLOSSARIO

AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive): direttiva comunitaria in materia di gestione di fondi alternativi.

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.

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: termine 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.

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 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti 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.

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 usufru-

ire 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.

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