2013 factbook

ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

GUIDA ITALIANA AL RISPARMIO GESTITO

ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

factbook 2013

GUIDA ITALIANA
AL RISPARMIO GESTITO

Nel corso del 2013 gli operatori finanziari hanno potuto osservare i primi segnali di uscita dalla crisi, con il lento consolidamento dell'economia europea e il ritorno alla fiducia negli USA. Una vera rinascita per i mercati globali, che - dopo oltre cinque anni - hanno finalmente ricominciato a vedere la luce.

In questa edizione del Factbook ogni sezione è introdotta da un'immagine che raffigura il mattino, il momento che sancisce la fine dell'oscurità e l'inizio di un "nuovo giorno". Un simbolo di rinnovamento e la promessa dell'avvio di una nuova fase, che ci auguriamo possa essere propizia soprattutto per l'Europa.

Progetto grafico e impaginazione: Oliviero Fiori

Impaginato a Milano nel marzo 2014

In copertina: Reitdiephaven, Olanda - *Edifici sull'acqua*

SOMMARIO

PREMESSA **7**

ASSOGESTIONI: L'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI GESTORI DEL RISPARMIO **11**

L'associazione e i suoi associati

Scopi dell'associazione

Attività principali

SCENARIO DI MERCATO **17**

Il mercato del risparmio gestito nel 2013 17

Il mercato degli investimenti socialmente responsabili e i trend internazionali in atto 39

EVOLUZIONE NORMATIVA **45**

Il recepimento della direttiva AIFM a livello nazionale: lo stato dei lavori 45

Il recepimento delle linee guida ESMA su ETF e altri fondi armonizzati 51

I nuovi prodotti armonizzati del risparmio gestito: dagli UCITS agli ELTIF 57

L'utilizzo dei rating nelle scelte d'investimento dei gestori collettivi del risparmio 63

La Proposta di regolamento europea sui fondi di mercato monetario 71

L'adozione del Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti d'interessi 77

Adeguata verifica della clientela e obbligo di astensione 81

L'Archivio Unico Informatico: il Provvedimento della Banca d'Italia e le Linee Guida di Assogestioni 85

TASSAZIONE **93**

Il recepimento della direttiva UCITS IV e gli effetti sulla normativa fiscale degli OICVM 93

L'imposta di bollo sulle comunicazioni relative a prodotti finanziari 99

CORPORATE GOVERNANCE **109**

La rappresentanza delle minoranze: *corporate governance* e attività delle SGR nel 2013 109

FONDI IMMOBILIARI **121**

I nuovi veicoli di investimento immobiliare: le SICAF e i fondi europei a lungo termine 121

La tassazione dei partecipanti a fondi immobiliari 127

FONDI PENSIONE **137**

La revisione della direttiva IORP e la creazione di un mercato unico europeo per i prodotti pesionistici individuali 137

COMUNICAZIONE **145**

Strategie e leve di comunicazione per il rilancio del settore 145

DATI E TAVOLE STATISTICHE **151**

GLOSSARIO **163**

PREMESSA

Nel corso del 2013 l'economia globale ha finalmente mostrato i primi segnali concreti di uscita dalla crisi. Lasciato alle spalle un periodo lungo e difficile per i mercati finanziari, lo scorso anno si è aperto con la prospettiva di una stabilizzazione dell'economia mondiale e una graduale ripresa della crescita, che nei mesi successivi si sono verificate sia in Europa sia negli Stati Uniti, anche se con modalità e tempi differenti. Il risparmio gestito ha saputo interpretare e seguire questo trend positivo, particolarmente nel nostro Paese, raggiungendo risultati importanti e costruendo una base solida per un ulteriore sviluppo futuro.

In questa delicata fase di transizione un contributo fondamentale è stato fornito dalle maggiori banche centrali, che hanno continuato a sostenere il mercato attraverso importanti misure di politica monetaria. In parallelo, tutti i principali Paesi sviluppati si sono impegnati per riportare ordine nei conti pubblici: alcuni sono riusciti a contenere il deficit, ma il debito pubblico è continuato a crescere, soprattutto in alcuni casi (Giappone, UK, ecc.).

Gli Stati Uniti, in particolare, hanno saputo gestire - non senza difficoltà - gravi problemi fiscali e di bilancio, riuscendo alla fine del 2013 ad avviare una progressiva riduzione del supporto garantito al mercato dalla Federal Reserve. Il Giappone si è mosso a sua volta con l'obiettivo di sostenere i consumi interni e recuperare competitività a livello internazionale, iniettando liquidità e promuovendo ancora una volta la spesa pubblica.

In Europa la situazione economica ha avuto un'evoluzione più complessa, ma non sono mancate le buone notizie. Il mercato ha beneficiato di un aumento diffuso della fiducia, anche in questo caso grazie al supporto garantito dalla Banca centrale europea. Sebbene le condizioni macro restino molto diverse tra Paesi *core* e periferici, il quadro complessivo è apparso in netto miglioramento e la recessione ha rallentato il passo un po' ovunque, con un consolidamento delle economie continentali e una progressiva accelerazione della crescita nell'ultima parte dell'anno.

In Italia il 2013 è stato condizionato pesantemente dall'instabilità politica. Le elezioni di febbraio hanno avuto un esito inaspettato, che ha reso impossibile la formazione di un esecutivo fino al mese di aprile, con l'istituzione di un governo di coalizione guidato da Enrico Letta. Un risultato incerto, che nei mesi seguenti non ha permesso di realizzare le riforme necessarie in tema di lavoro, fisco e sviluppo. L'economia italiana appare ancora oggi immobilizzata in un groviglio di

ostacoli normativi e burocratici, che - insieme alla grande pressione fiscale - ne frenano lo sviluppo e limitano la competitività del Paese a livello internazionale.

In questo contesto, l'industria del risparmio gestito ha saputo andare in netta controtendenza e trarre vantaggio dal generale andamento positivo dei mercati internazionali. Il ritorno al settore azionario - dovuto anche alla grande contrazione dei rendimenti nel reddito fisso - ha portato buoni risultati agli investitori capaci di guardare al lungo periodo e seguire questo trend di sviluppo.
Il risultato è stato un nuovo e importante aumento del patrimonio in gestione, che alla fine del 2013 ha superato la quota record di 1.330 miliardi di euro, pari a più di un terzo delle attività finanziarie delle famiglie italiane. Un successo che si basa anche sulla crescita del risparmio istituzionale e sulla capacità degli operatori di sviluppare nuove soluzioni d'investimento.

La crescita del risparmio gestito, infatti, passa attraverso l'evoluzione del quadro normativo e regolamentare europeo, ma è legata anche all'estensione delle opzioni d'investimento a disposizione dei risparmiatori. L'attuazione della direttiva sui gestori di fondi alternativi e l'introduzione di nuovi veicoli d'investimento - come i fondi europei d'investimento a lungo termine - hanno l'obiettivo di ampliare ulteriormente il mercato e offrire alle imprese l'accesso a forme d'investimento alternativo al credito bancario.

Il Factbook 2013 raccoglie i principali temi d'interesse relativi al settore italiano del risparmio gestito, con l'obiettivo di tracciare un quadro complessivo del mercato e indicare le direttrici dello sviluppo futuro. Ci auguriamo che le informazioni contenute in questo volume possano essere utili a sostenere il dibattito sulle prospettive dell'industria e stimolare ulteriori approfondimenti.

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 290 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 2013, gestiva complessivamente un patrimonio pari a oltre 1.332 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.

Tellaro, Italia
Veduta della chiesa di San Giorgio

SCENARIO DI MERCATO

Il mercato del risparmio gestito nel 2013

Alessandro Rota

Il 2013 è stato un anno record per il risparmio gestito. Dopo un lungo periodo di difficoltà, il settore ha messo a segno un'eccezionale raccolta di nuovo risparmio e ha beneficiato di un andamento positivo dei mercati, che hanno portato il patrimonio a crescere fino a un livello mai toccato prima. Inoltre il mercato sta cambiando profondamente, grazie anche allo sviluppo di nuove soluzioni d'investimento e alla crescita del risparmio istituzionale. In un contesto europeo sempre più armonizzato e in rapida evoluzione, il risparmio gestito italiano ha oggi l'occasione di riaffermare la propria importanza per lo sviluppo economico del Paese.

Panoramica

Alla fine del 2013 le dimensioni del mercato italiano dei prodotti di risparmio gestito superano i 1.330 miliardi di euro, pari a più di un terzo delle attività finanziarie delle famiglie e all'85% 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 il 7% del totale), seguiti dai prodotti di gestione collettiva (fondi comuni aperti e chiusi, rispettivamente il 42% e il 3% del totale).

Nel corso dell'anno il patrimonio gestito è cresciuto di circa 135 miliardi (+11%), grazie a una raccolta record di nuovo risparmio (+62,6 miliardi) cui si è sommato un effetto mercato altrettanto importante (+6%, pari a più di 75 miliardi, **Figura 1**).

Nel 2013 il patrimonio in gestione ha superato ogni record, anche grazie a una raccolta totale di 62,6 miliardi

In prospettiva storica la raccolta del 2013 ha più che compensato i deflussi registrati nel biennio 2011-12 e rappresenta il miglior risultato da quando sono disponibili statistiche complete sul mercato italiano nel suo complesso (fondi e gestioni di portafoglio, **Figura 2**).

In considerazione del ruolo centrale che le banche ricoprono nella distribuzione dei prodotti finanziari, la ripresa del mercato e in particolare del segmento dei fondi

Figura 1 - Patrimonio gestito, raccolta netta trimestrale (in miliardi di euro) ed effetto performance suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anni 2012-2013.
Fonte: Assogestioni

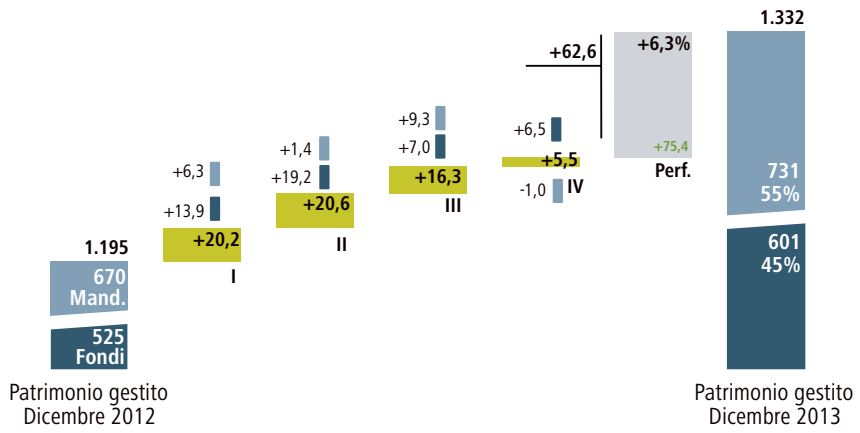
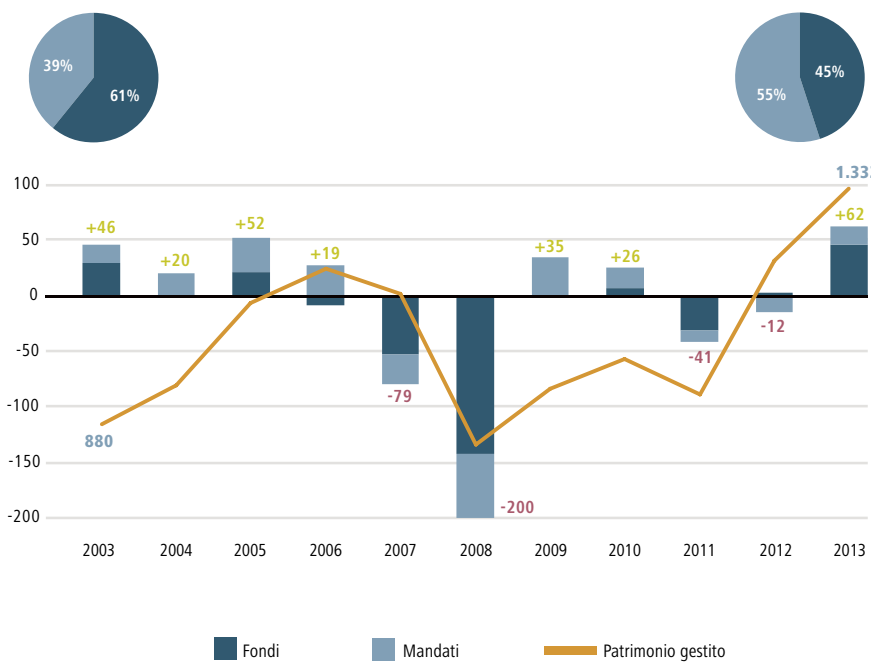


Figura 2 - Patrimonio gestito e raccolta (in miliardi di euro) suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anni 2003-2013.
Fonte: Assogestioni

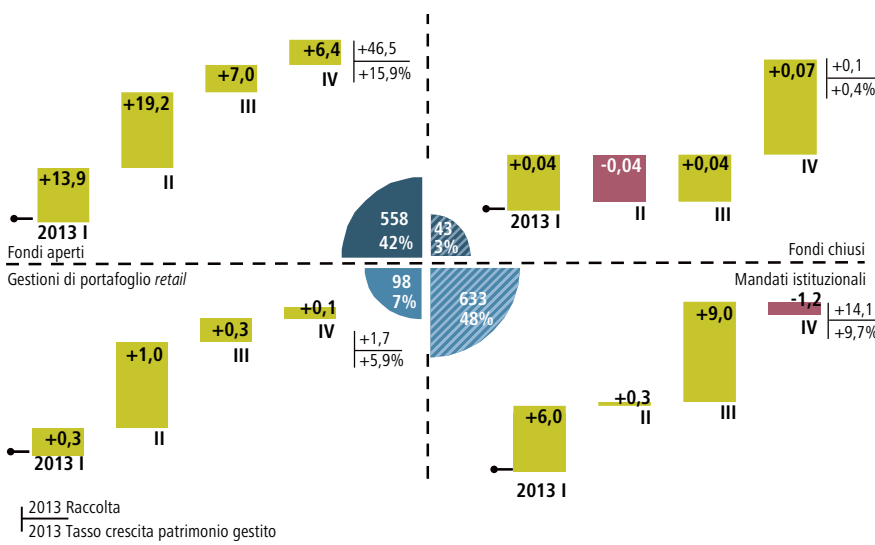


- manifestatasi già a partire dalla seconda metà del 2012 e progressivamente rafforzatasi durante lo scorso anno - può essere spiegata in buona parte come l'effetto indiretto degli interventi di carattere straordinario messi in campo dalla BCE per contrastare le difficoltà dell'eurosistema originate dalla crisi del debito sovrano.

Il grande ammontare di liquidità messa a disposizione dalla Banca centrale europea a favore degli istituti di credito, attraverso le operazioni di rifinanziamento a lungo termine operate tra la fine del 2011 e il marzo del 2012, cui ha fatto seguito a settembre l'introduzione del cosiddetto programma OMT (*Outright Monetary Transactions*) tra gli strumenti di politica monetaria a disposizione della banca centrale, hanno progressivamente contribuito ad allentare la pressione sulla raccolta diretta presso la clientela *retail* (depositi e obbligazioni), consentendo a quella indiretta di riguadagnare terreno.

La dinamica positiva dei flussi dei fondi aperti lo dimostra chiaramente: dai -27,5 miliardi della seconda metà del 2011 - quando i canali di finanziamento all'ingrosso erano quasi del tutto prosciugati - ai +4,2 miliardi del secondo semestre 2012 e i +46,5 miliardi dell'intero 2013 (concentrati in particolare nel primo semestre, **Figura 3**).

Figura 3 - 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 2013.
Fonte: Assogestioni

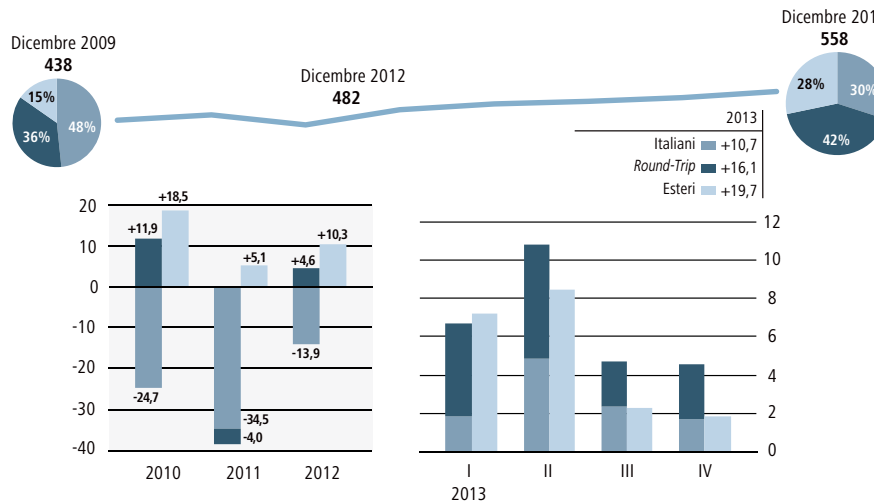


Un importante contributo alla raccolta è venuto inoltre dai mandati istituzionali (+14 miliardi, pari a +10% sul gestito di fine 2012) e dalle gestioni di portafoglio rivolte alla clientela *retail* (+2 miliardi).

I fondi aperti

A fine 2013 il patrimonio complessivo dei fondi aperti risulta pari a 558 miliardi di euro. Il 70% di queste masse sono appannaggio di fondi istituiti all'estero[1] da parte di società di gestione italiane o facenti parte di gruppi italiani (c.d. fondi *round-trip*, il 42% del totale), oppure da gruppi di gestione esteri (fondi esteri puri, 28%). Il rimanente 30% è rappresentato da fondi istituiti in Italia (**Figura 4**).

Figura 4 - Fondi aperti. Patrimonio gestito e raccolta per diritto del prodotto (miliardi di euro). Anni 2010-2013.
Fonte: Assogestioni



Fin dai primi mesi del 2013 la raccolta netta dei prodotti istituiti nel nostro Paese ha mostrato una netta inversione di segno rispetto agli anni precedenti e ha chiuso l'anno poco sotto gli 11 miliardi. La maggior parte dei fondi italiani è gestita da SGR di matrice bancaria e viene distribuita tramite gli sportelli di gruppo: gli effetti dell'attenuazione della competizione con le esigenze di *funding* delle banche sono evidenti.

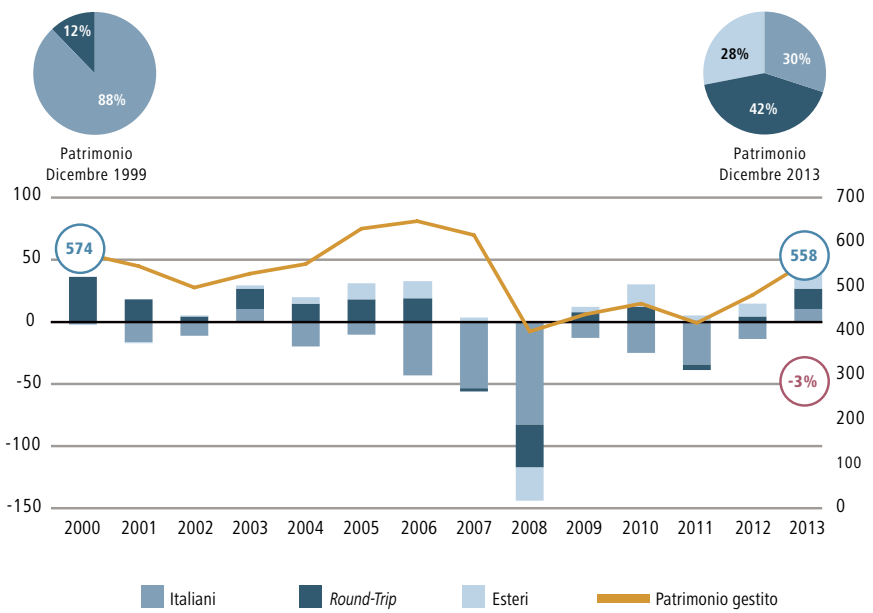
[1] Prevalentemente in Lussemburgo (77%), ma anche in Irlanda (11%) e Francia (4%).

Flussi positivi di risparmio sono confluiti anche in altre tipologie di fondi: i prodotti *round-trip* (anch'essi in buona parte promossi da gestori facenti parte di gruppi bancari) sono passati da una raccolta 2012 sotto i 5 miliardi a un risultato che per il 2013 supera di poco i 16 miliardi. I fondi esteri, unica categoria costantemente in attivo dal 2009, hanno visto raddoppiare il risultato a quota 20 miliardi.

In prospettiva storica il 2013 rappresenta un anno di discontinuità in un periodo durato più di un decennio, durante il quale la raccolta di risparmio sul mercato dei fondi è stata quasi sempre caratterizzata da un segno differenziato in base alla giurisdizione del prodotto: negativo per i fondi italiani, positivo per quelli *round-trip* e per gli esteri puri. Fenomeno che ha portato il peso dei prodotti istituiti localmente a passare dall'88% della fine del 1999 all'attuale 30% (**Figura 5**).

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.

Figura 5 - Fondi aperti. Patrimonio gestito e raccolta per diritto del prodotto (in miliardi di euro). Anni 2000-2013.
Fonte: Assogestioni



APPROFONDIMENTO

LE ORIGINI DELLO SVILUPPO DEI FONDI ROUND-TRIP

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 italiana[2] (agevolate in questo dalle norme sul passaporto europeo), dando così inizio a una progressiva erosione dei prodotti da loro stesse istituiti nel nostro Paese.

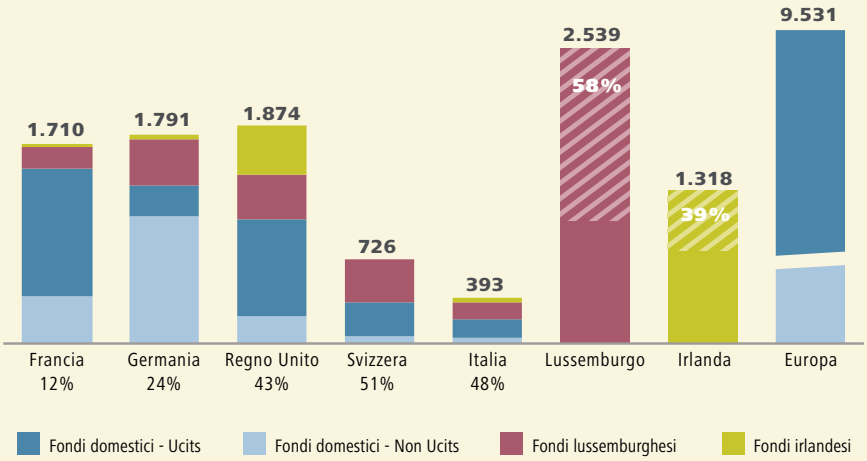
Lussemburgo e Irlanda offrivano una regolamentazione e un mercato dei servizi più business-friendly

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, risultavano molto più *business-friendly* di quelli italiani. In particolare, erano apprezzate la snellezza delle procedure di autorizzazione dei nuovi prodotti, la rapidità nel recepimento del diritto comunitario con conseguenti opportunità d'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 2013 il Lussemburgo risultava la principale piazza di domiciliazione dei fondi in Europa con 2.540 miliardi di *asset*, il 58% dei quali gestiti da gruppi di gestione italiani, francesi, tedeschi, inglesi ed elvetici. 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 6**).

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

Figura 6 - Patrimonio promosso (in miliardi di euro) suddiviso fra fondi Ucits e non Ucits e quota stimata dei fondi *round-trip* dei principali paesi europei. Settembre 2013
Fonte: Efama, Assogestioni, ALFI, IFIA



Riguardo alle origini *interne* della crisi dei fondi italiani, inoltre, va ricordato che 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 a causa dell'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 in parte eroso 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 bancarie[3], oltre che della più generale difficoltà a intercettare il risparmio dei clienti bancari *retail*, stante la prospettiva di vincoli futuri più stringenti alla struttura del passivo delle 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 aiutare a spiegare ulteriormente 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 28% in dieci anni.

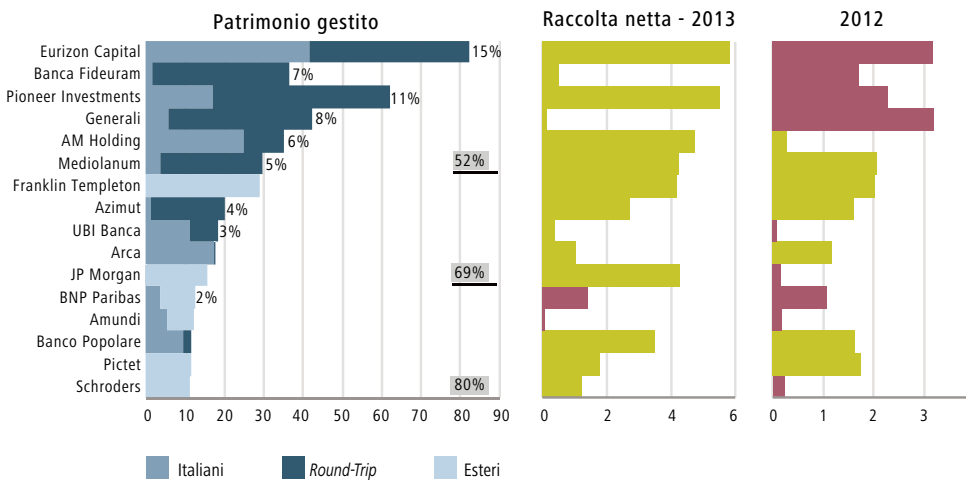
Forza e focalizzazione del *marketing*, competitività dell'offerta e richiamo all'indipendenza della gestione sono alcuni tra i principali motivi di questo rapido successo. In particolare gli operatori esteri hanno puntato alla clientela più sofisticata e con maggiori disponibilità economiche, indirizzando 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 d'investimento diretto, soprattutto nell'ambito del servizio di consulenza.

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

I principali operatori per patrimonio gestito appartengono ai gruppi Intesa Sanpaolo (Eurizon Capital e Banca Fideuram gestiscono rispettivamente 82 e 36 miliardi), UniCredit (Pioneer Investments, 62 miliardi), Generali (42), AM Holding (35), Mediolanum (30) e Franklin Templeton che, con 29 miliardi, si classifica primo operatore estero per livello di penetrazione nel nostro mercato. L'incidenza dei fondi *round-trip* è variabile e risulta particolarmente elevata nel caso di Banca Fideuram, Pioneer Investments, Generali[4], Mediolanum e Azimut. Nel complesso i primi cinque gruppi rappresentano il 52% del totale del segmento dei fondi aperti. (**Figura 7**).

Figura 7 - Patrimonio gestito (in miliardi di euro) a fine 2013 e raccolta netta annuale (in miliardi di euro) degli anni 2013-2012 dei fondi aperti suddivisi per diritto del prodotto dei primi 15 gruppi e relativa quota di mercato.
Fonte: Assogestioni



Tra il 2012 e il 2013 i dati di flusso migliorano per quasi tutti i gruppi di gestione, in particolare per i principali gestori di matrice bancaria. Per questi ultimi il recupero del dato di raccolta, registrato fin dalla seconda parte del 2012, ha una spiegazione di carattere *negativo* – il venir meno da parte delle capogruppo della necessità di finanziarsi presso la clientela *retail*, cui si è già fatto cenno – ma in molti casi anche una motivazione di carattere positivo, ossia il forte interesse mostrato dal mercato per i *fondi a scadenza*.

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

Si tratta di prodotti già da qualche tempo disponibili sul nostro mercato ma che, anche grazie alle innovazioni regolamentari introdotte dalla Banca d'Italia nella primavera del 2012 in materia di struttura commissionale, hanno goduto di un rinnovato interesse sotto il profilo commerciale.

Il successo dei fondi a scadenza è un esempio del cosiddetto effetto blockbuster

Questi fondi sono contraddistinti da una strategia d'investimento di durata predefinita, di norma compresa in un intervallo tra i 3 e i 5 anni, e da un periodo di sottoscrizione limitato, non superiore ai tre mesi. Nella maggior parte dei casi è previsto lo stacco di cedole periodiche (caratteristica particolarmente apprezzata dai risparmiatori, soprattutto negli anni più recenti), oltre che l'applicazione delle cosiddette *commissioni di collocamento* in luogo delle usuali commissioni d'ingresso. Si tratta di commissioni riconosciute dal fondo ai collocatori immediatamente dopo la chiusura del periodo di sottoscrizione (da qui l'*appeal* per i distributori, in particolare per le banche impegnate nello sforzo di rafforzamento patrimoniale), ma ammortizzate linearmente nel valore della quota durante tutta la durata del fondo[5].

La struttura relativamente semplice della proposta (un orizzonte d'investimento predefinito e un eventuale flusso cedolare), unita ai vantaggi del fondo comune (diversificazione, gestione professionale e controllo del rischio) e a una modalità di remunerazione della rete distributiva incentivante e allineata a quella di altri prodotti finanziari (ad es. alle obbligazioni bancarie), ha assicurato ai fondi a scadenza un forte vantaggio commerciale nel corso degli ultimi due anni circa. In particolare è possibile attribuire a questi prodotti il 45% circa dei flussi dell'intero 2013 (**Figura 8**).

Il successo dei fondi a scadenza è un chiaro esempio del cosiddetto effetto *blockbuster*: analizzando i dati di raccolta a livello di fondo, infatti, si nota che *in qualsiasi periodo di osservazione* esiste una quota relativamente ristretta di fondi (25%) che beneficia della quasi totalità dei flussi, e che la metà di questi si concentra sull'1% dell'offerta (**Figura 9**).

Analizzando i dati di patrimonio gestito per *asset class* si nota che i fondi obbligazionari, nel loro complesso, costituiscono la macro-categoria più rappresentativa del mercato (47%) seguita dai fondi azionari (22%) e da quelli flessibili (**Figura 10**).

[5] In caso di riscatto prima della naturale scadenza del fondo il rateo di commissione di collocamento non ancora incorporato nella quota viene fatto pagare attraverso l'applicazione di una commissione di uscita decrescente in funzione del tempo e che si azzera alla scadenza.

Figura 8 - Fondi aperti. Raccolta totale annuale e raccolta stimata dei fondi a scadenza (in miliardi di euro) dei primi 15 gruppi in ordine di raccolta. Anno 2013.
Fonte: Assogestioni

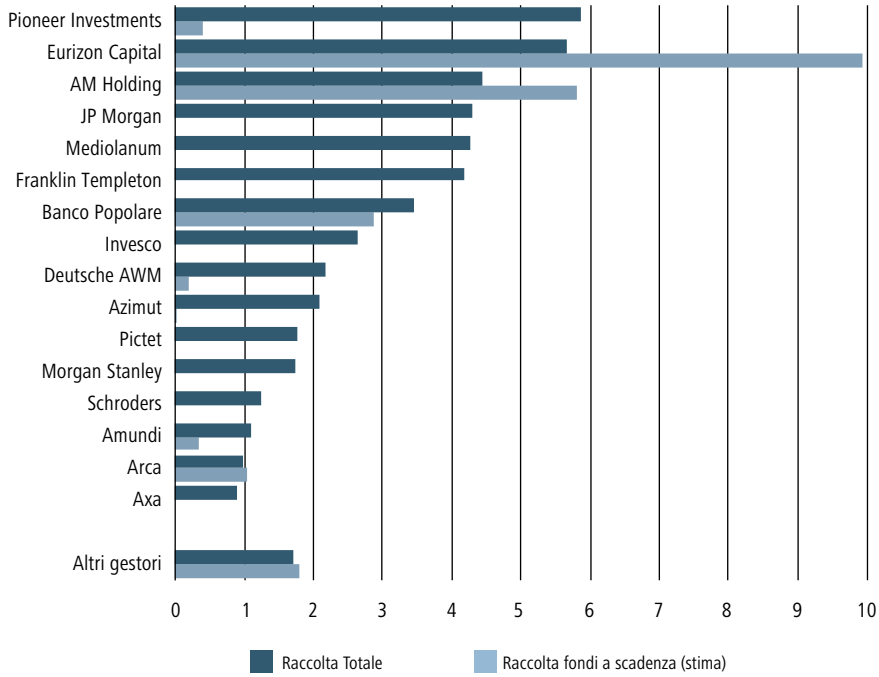


Figura 9 - Fondi aperti. Distribuzione della raccolta lorda trimestrale (in miliardi di euro) per quartili con indicazione del 99-esimo percentile. Anni 2012-2013.
Fonte: Assogestioni

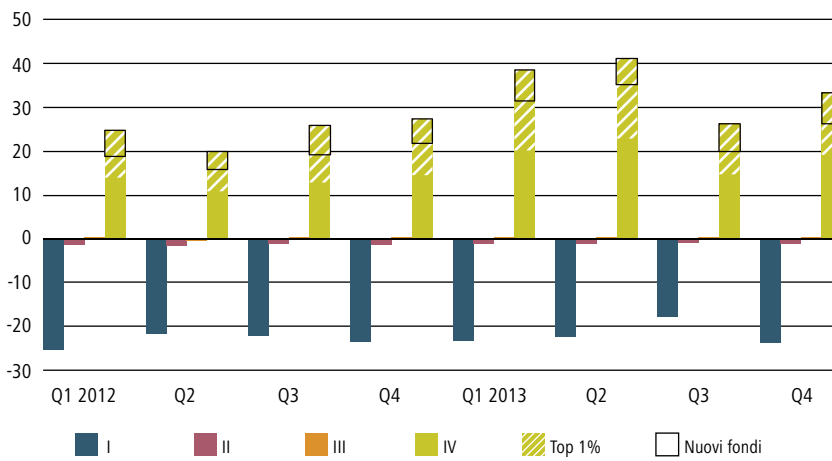
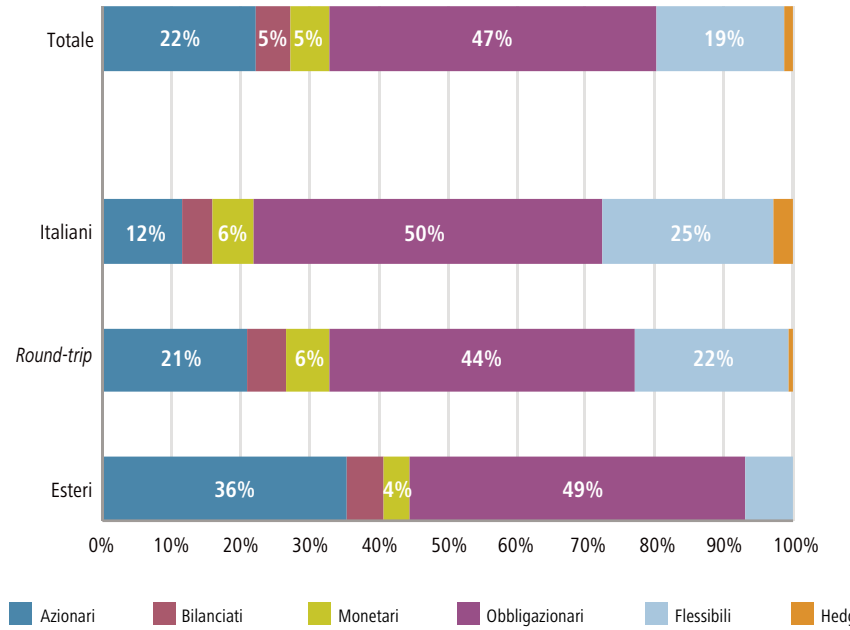


Figura 10 - Fondi aperti. Ripartizione per *asset class* e domicilio del prodotto. Dicembre 2013.
Fonte: Assogestioni

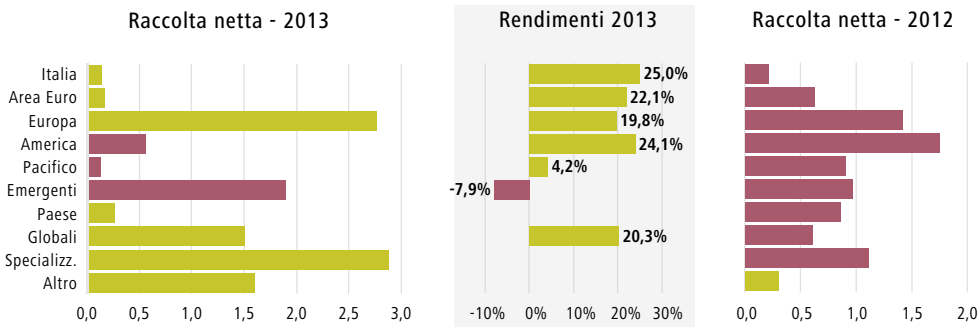


Il peso dei prodotti obbligazionari è il medesimo per i fondi italiani, per quelli *round-trip* e per gli esteri puri. Tuttavia tra i primi hanno un peso importante le categorie euro governative (16%), mentre tra i prodotti dei gruppi esteri tendono a prevalere politiche d'investimento orientate ai mercati emergenti o caratterizzate da un elevato grado di specializzazione (20%). Una distinzione ancora più marcata si rileva nel peso delle altre *asset class*: quello dei prodotti *equity* è rilevante tra i fondi esteri (36%), mentre è tre volte più piccolo tra quelli domestici dove, per converso, un peso maggiore risulta attribuito ai fondi flessibili e a quelli di mercato monetario (rispettivamente 25% e 6%).

Tra i fondi azionari la raccolta 2013 ha visto tornare valori positivi in quasi tutte le categorie (i Paesi emergenti rappresentano l'eccezione più vistosa): tra i maggiori beneficiari i prodotti che investono sul mercato europeo, quelli con vocazione internazionale e i fondi a maggiore specializzazione (**Figura 11**).

Figura 11 - Fondi aperti. Raccolta netta promossa (in miliardi di euro) delle categorie dei fondi azionari degli anni 2012-2013 e rendimento dei corrispondenti indici Fideuram per l'anno 2013 (in percentuale).

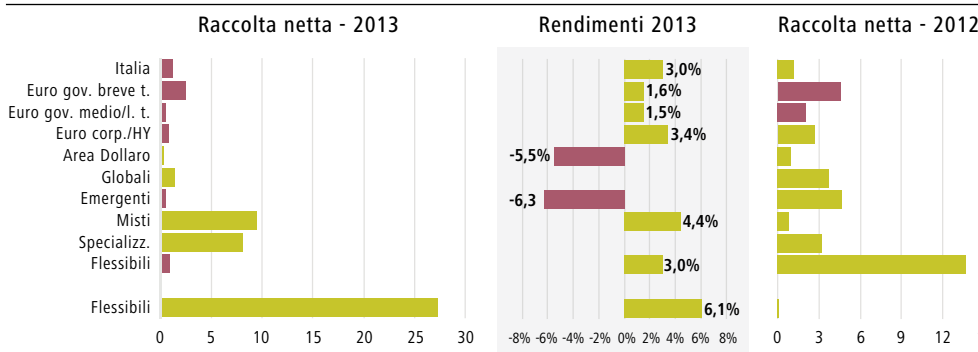
Fonte: Assogestioni, Banca Fideuram



La specializzazione è stata premiante anche tra i fondi obbligazionari (8 miliardi di nuovi flussi), mentre i fondi a scadenza, che nel corso del 2012 avevano spinto il risultato della categoria *obbligazionari flessibili*, nel 2013 hanno alimentato la raccolta degli *obbligazionari misti* e soprattutto quella dei *flessibili* (Figura 12).

Figura 12 - Fondi aperti. Raccolta netta promossa (in miliardi di euro) delle categorie dei fondi obbligazionari e flessibili degli anni 2012-2013 e rendimento dei corrispondenti indici Fideuram per l'anno 2013 (in percentuale).

Fonte: Assogestioni, Banca Fideuram



Questo spostamento di flussi per categorie è un evidente riflesso della circostanza che in un contesto di tassi particolarmente bassi le società di gestione hanno deciso di diversificare l'offerta puntando su prodotti che - pur mantenendo un orizzonte di investimento e, in molti casi, un flusso cedolare predefiniti - hanno

la possibilità di assumere una maggiore esposizione al rischio azionario (massimo 20% per gli obbligazionari misti, nessun limite di *categoria* tra i fondi flessibili).

Le gestioni di portafoglio

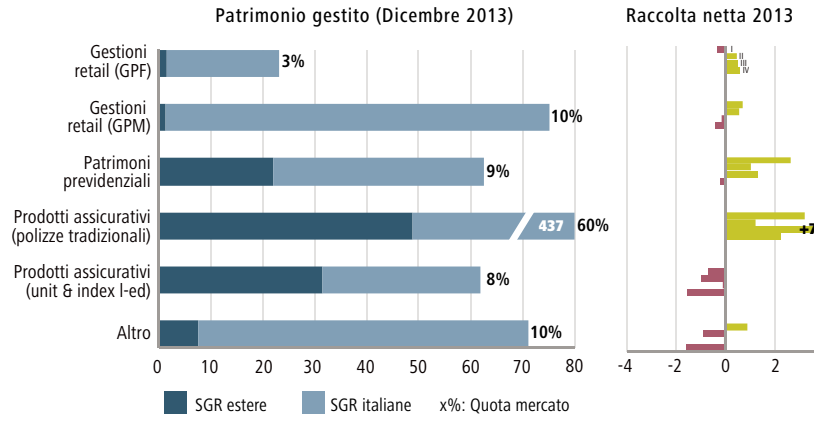
Le gestioni di portafoglio sono cresciute del 15% negli ultimi dieci anni

Nell'ambito dell'industria del risparmio gestito è in atto da alcuni anni un processo caratterizzato da una lenta crescita dell'incidenza del servizio di gestione di portafoglio sul patrimonio complessivo, che dal 40% di fine 2003 nel giro di un decennio si è progressivamente portata al 55%, per un controvalore di 730 miliardi di euro.

Questo processo ha subito un'accelerazione sul finire del 2012 a seguito della 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 (**Figura 2**).

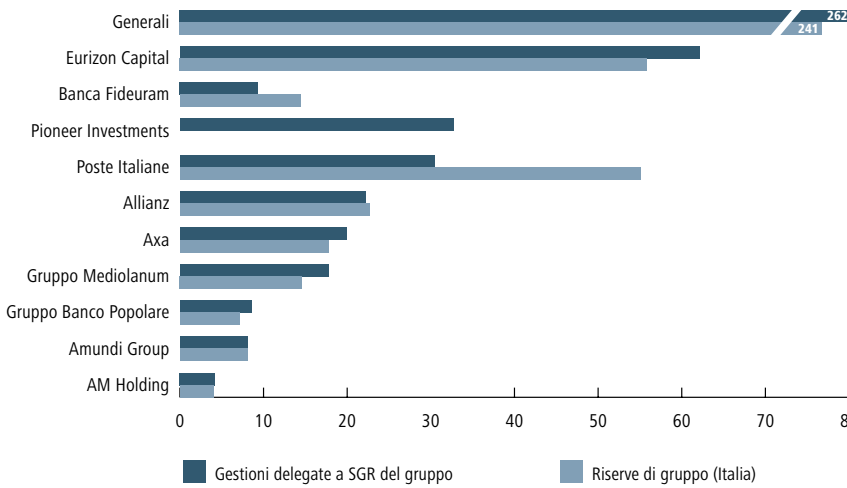
Nel mercato dei servizi di gestione di portafoglio quelli dedicati alle compagnie di assicurazione rappresentano la fetta più rilevante (70% circa). Nel complesso queste affidano alle SGR la gestione di attivi relativi a polizze tradizionali e *linked* (ramo III) per un ammontare di 500 miliardi; di questi, 320 sono pertinenti al mercato assicurativo vita italiano e rappresentano il 70% circa del totale delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione (**Figura 13**).

Figura 13 - Gestioni di portafoglio: patrimonio gestito a fine 2013 e raccolta netta trimestrale (in miliardi di euro) per l'anno 2013.
Fonte: Assogestioni



I flussi risultano strettamente correlati con le dinamiche del mercato dei prodotti assicurativi: nel 2013 i mandati relativi alla gestione di riserve collegate ai prodotti vita tradizionali hanno beneficiato di quasi 15 miliardi di nuovi flussi. I servizi di gestione per le compagnie assicurative costituiscono un segmento di mercato prevalentemente *captive*. Nella maggior parte dei casi le deleghe operano tra società appartenenti al medesimo gruppo bancario o assicurativo (**Figura 14**).

Figura 14 - Gestioni di prodotti assicurativi (SGR) e riserve tecniche vita (compagnie di assicurazione). Dati per gruppo, in miliardi di euro. Dicembre 2012.
Fonte: Assogestioni, Ania

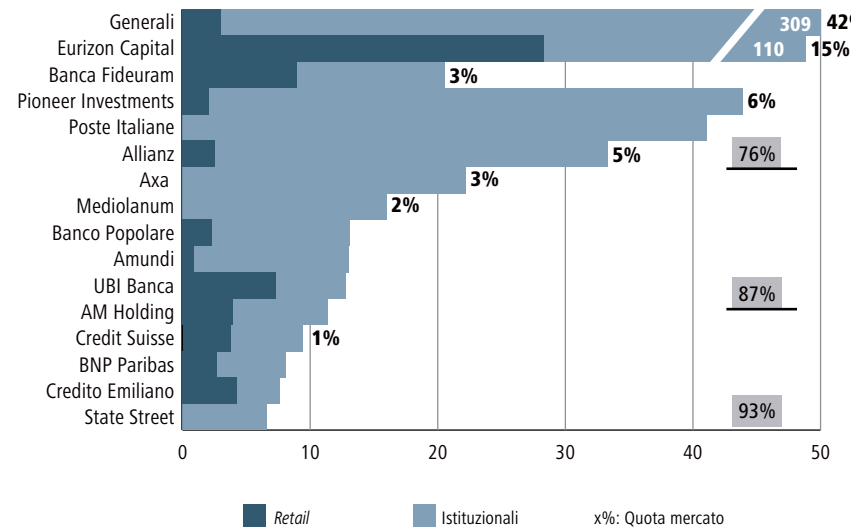


I mandati conferiti dalle forme di previdenza (fondi pensione, PIP e casse private) ammontano a 63 miliardi, pari al 9% del totale delle gestioni di portafoglio e al 40% circa del mercato potenziale. Le dimensioni relativamente modeste di questo segmento, che comunque nel 2013 ha raccolto nuove risorse per quasi 5 miliardi, sono da attribuire al noto insufficiente sviluppo del risparmio previdenziale nel nostro Paese.

Il 13% delle gestioni di portafoglio, pari a 98 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 ha beneficiato nel corso dell'anno di una raccolta di poco inferiore ai 2 miliardi.

I principali operatori del mercato delle gestioni patrimoniali appartengono ai gruppi Generali (42% delle masse complessive[6]), Intesa Sanpaolo (Eurizon Capital e Banca Fideuram insieme pesano il 18%), UniCredit (Pioneer Investments), Poste Italiane e Allianz. Il segmento delle gestioni si rivela più concentrato di quello dei fondi aperti: i primi 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 15**).

Figura 15 - Patrimonio gestito (in miliardi di euro) a fine 2013 delle gestioni di portafoglio suddivise tra mandati *retail* e istituzionali dei primi 15 gruppi e relativa quota di mercato.
Fonte: Assogestioni



In chiusura, è interessante osservare che il crescente peso dell'attività di gestione di portafoglio, 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**).

[6] 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.

Tavola 1 - Anno 2011. 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	611	39	58	18
Germania	1.438	56	62	34
Francia	2.756	139	79	35
Regno Unito	4.977	270	81	52

E' evidente, infatti, che le probabilità di successo di un percorso di ulteriore sviluppo del comparto italiano, in un'ottica di maggiore stabilità dei flussi di risparmio, di allungamento dell'orizzonte d'investimento ma anche di più accentuata competitività, dipendono in maniera cruciale dalla crescita degli investitori istituzionali. Ed è altrettanto evidente che, sotto questo profilo, l'Italia oggi occupa una posizione di retrovia.

I fondi chiusi immobiliari

A fine 2013 il totale delle attività dei fondi immobiliari censiti da Assogestioni è di 42 miliardi di euro, pari al 3% del totale del mercato del risparmio gestito. Questi prodotti sono caratterizzati dal frequente ricorso alla leva: il patrimonio netto ammonta a 25 miliardi e l'indebitamento medio è pari al 40% dell'attivo[7].

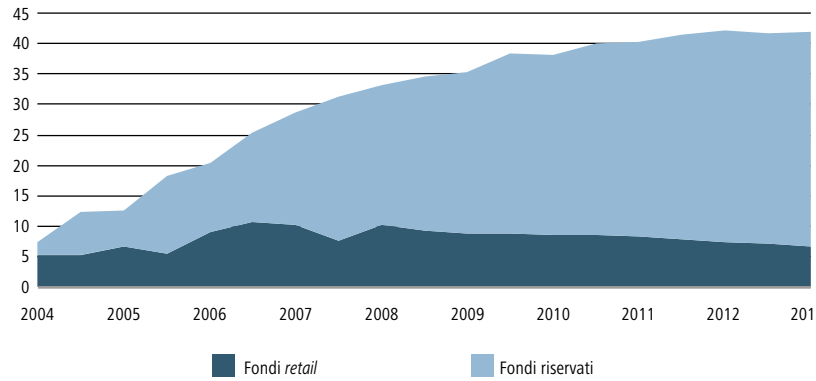
I fondi riservati agli investitori istituzionali rappresentano oltre l'80% delle attività totali

Il comparto risulta dominato dai fondi riservati agli investitori istituzionali: si tratta di oltre 180 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 rappresentata 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.

[7] 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.

Come documentato dalla **Figura 16**, 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.

Figura 16 - Fondi immobiliari. Totale delle attività (in miliardi di euro) con suddivisione tra fondi *retail* e riservati. Anni 2004-2013.
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%. 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 (15%). 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 piuttosto marginale (**Figura 17**).

Sulla base del censimento dell'associazione, i principali operatori del mercato dei fondi immobiliari italiani sono IDeA FIMIT (23% degli attivi), Generali Immobiliare Italia (13%), BNP Paribas Real Estate Investment Management Italy, Investire Immobiliare e Prelios. Queste prime cinque società gestiscono circa 27 miliardi di attivi e rappresentano quasi due terzi del mercato (**Figura 18**).

Figura 17 - Fondi immobiliari. Totale delle attività (in miliardi di euro) ripartite per destinazione d'uso e area geografica. Giugno 2013.
Fonte: Assogestioni

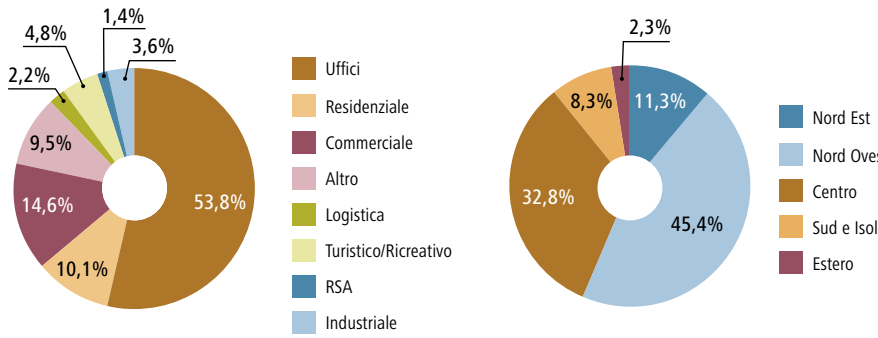
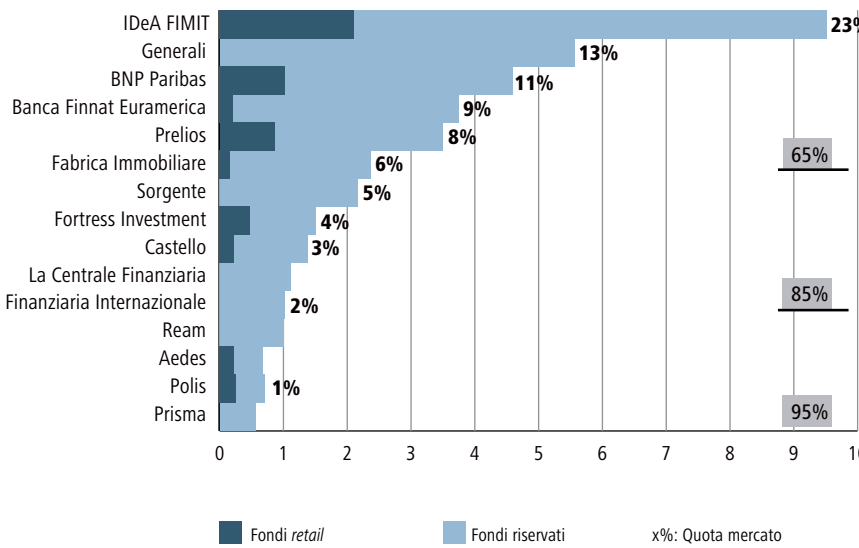
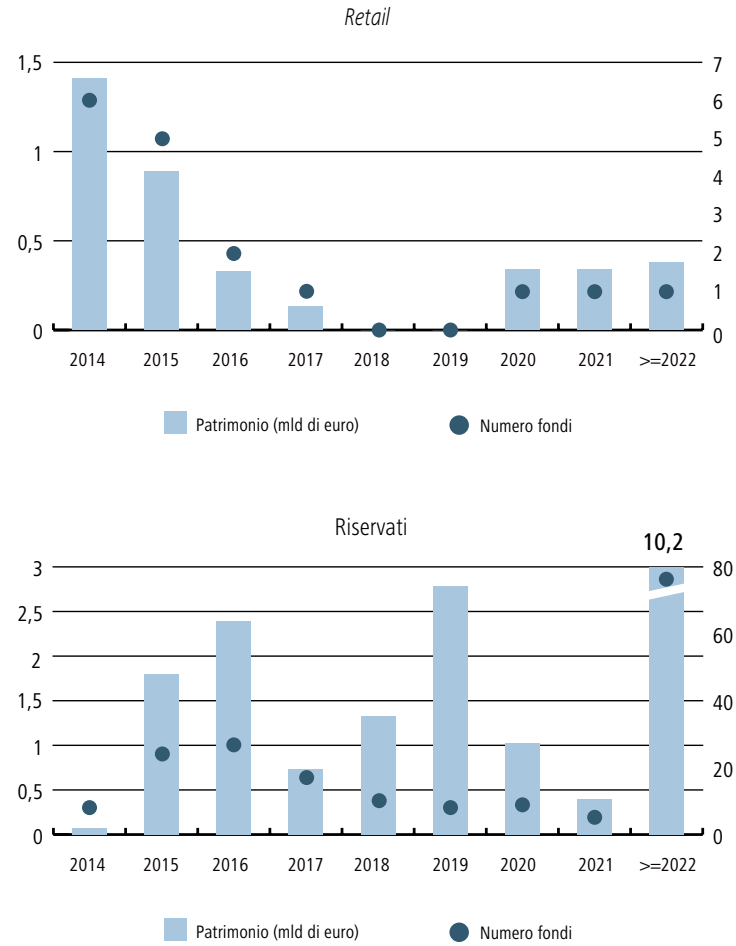


Figura 18 - Fondi immobiliari. Totale delle attività (in miliardi di euro) dei primi 15 gruppi con suddivisione tra fondi *retail* e riservati. Giugno 2013.
Fonte: Assogestioni



Nei prossimi anni (2014-2016) andranno a scadenza 72 fondi (di cui 13 *retail* quotati) per un totale di attivi pari a circa 7 miliardi (**Figura 19**).

Figura 19 - Patrimonio dei fondi immobiliari *retail* e riservati in scadenza (in miliardi di euro, a sinistra) e numero dei fondi immobiliari in scadenza (a destra).
Fonte: Assogestioni



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 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

Ritorno di interesse per i fondi, innovazione di prodotto, competitività nell'accesso ai canali distributivi, crescita del risparmio istituzionale. Sono questi alcuni dei principali fenomeni che hanno caratterizzando il mercato italiano del risparmio gestito nel corso dell'ultimo anno e mezzo, e che ne stanno modificando sempre più radicalmente la struttura e le 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 continuare a cogliere le opportunità di mercato a mano a mano che queste emergono.

A fronte di una ridefinizione dei bisogni e dei confini stessi della clientela, di una crisi economica che ha assottigliato i flussi di risparmio ma non l'interesse per i prodotti di risparmio gestito, 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 riaffermare il 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

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, come anche dall'osservazione dei dati di mercato.

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 ISSR, 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 a 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 definisce 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.

Nel 2013, in linea con questa impostazione e in occasione dei lavori preparatori per la proposta di regolamento relativa ai nuovi KID (*Key Information Document*) per i prodotti di investimento (PRIPS), è emersa in ambito europeo una rinnovata attenzione per le tematiche SRI: la proposta del Parlamento, infatti, richiede che tutti i prodotti d'investimento dichiarino la propria posizione rispetto agli obiettivi ESG (*Environmental, Social and Governance*), superando la prassi seguita fino a oggi dall'industria del risparmio gestito sia a livello nazionale sia a livello EFAMA. Il Parlamento ha inoltre delegato alla Commissione europea il compito di redigere delle Linee guida per la definizione dei prodotti d'investimento SRI, da inserirsi all'interno della regolamentazione di secondo livello relativa ai PRIPS.

I dati 2013 confermano un trend positivo di crescita per il mercato SRI

Dal punto di vista dell'andamento del mercato europeo, i dati disponibili nel 2013 non indicano novità rispetto al periodo precedente, ma confermano la tendenza già in essere: un trend di crescita positivo, con significative differenze sia di stock sia di andamento tra i diversi paesi con Francia e Belgio a dominare il mercato.

Oltre alla segmentazione del mercato individuato da Eurosif, le cifre raccolte evidenziano un'espansione del mercato europeo dell'ISR per tutte le tipologie in cui si declina questa scelta d'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 negli ultimi due anni vanno dal +8% dell'*engagement* al +54% della selezione Norm Based[1].
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 (+12%, +12% e +14% rispettivamente nel 2011, 2012 e 2013), per un totale nel 2013 di 108 miliardi di euro e 922 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,

[1] Eurosif, *European SRI Study*, 2012

[2] Vigeo, *Greeen Social and ethical funds in Europe*, 2013

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*.

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 crescita degli *asset* (non superiori comunque ai 2 miliardi di euro) e una raccolta che nel 2013 - per la prima volta da anni -mostra il segno positivo non solo tra i gestori specializzati nei prodotti IRS, ma anche tra i grandi *player* di mercato. Seppure di poco, cresce così anche il peso del fondi retail SRI, che passa dall'1% all'1,2% del totale.

Pare dunque che il mercato italiano, pur restando limitato, cominci a mostrare attenzione alle tematiche ISR, complice anche il complessivo andamento positivo del settore e gli input che arrivano dai mercati esteri.
Questa impressione trova conforto anche nel risultato di una recente in indagine condotta da Doxametrics, che mostra che il 45% degli investitori sarebbe disposto a investire parte dei propri risparmi in prodotti ISR[3].

[3] Doxametrics/Forum per la finanza sostenibile, *Il risparmiatore responsabile*, 2013

Cais Cais, Portogallo
Scogliera sull'Atlantico

EVOLUZIONE NORMATIVA

Il recepimento della direttiva AIFM a livello nazionale: lo stato dei lavori

Roberta D'Apice e Alessandra Russo

L'entrata in vigore della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio sui gestori di fondi di investimento alternativi (meglio nota come direttiva AIFM) e i relativi provvedimenti di attuazione modificano il quadro normativo nazionale di riferimento. Per molti la direttiva AIFM ha come unico scopo quello di creare un mercato interno europeo dei "gestori di fondi di investimento alternativi" (cc.dd. GEFIA).
In verità l'entrata in vigore della direttiva e i provvedimenti di recepimento e attuazione delle relative previsioni, disegnano un quadro regolamentare che apporterà modifiche all' "architettura" nazionale di riferimento, ma che offrirà soprattutto nuove opportunità agli operatori del settore.

La direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (c.d. AIFMD, di seguito la direttiva AIFM) definisce regole armonizzate applicabili ai gestori di tutti i fondi di investimento diversi da quelli ricompresi nella direttiva 2009/65/CE (c.d. UCITS IV) e prevede l'applicazione ai gestori stessi di regole di condotta, di trasparenza informativa e di requisiti patrimoniali, organizzativi e di controllo del rischio analoghi a quelli previsti per le società di gestione di UCITS. In base alle nuove norme i gestori europei, autorizzati ai sensi della direttiva AIFM, potranno commercializzare liberamente in tutta l'Unione europea, fondi di investimento alternativi da essi gestiti; essi potranno inoltre gestire fondi di investimento alternativi negli altri paesi dell'Unione europea in regime di libera prestazione di servizi o con stabilimento di succursali.

Il 22 luglio 2013 è scaduto il termine di recepimento della direttiva negli ordinamenti nazionali, ai sensi di quanto previsto all'art. 66 della direttiva AIFM. Alla medesima data è inoltre entrato in vigore il regolamento delegato (UE) n. 231/2013, che contiene disposizioni attuative della direttiva AIFM in tema di deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza, il cui contenuto è sostanzialmente coerente con la normativa

regolamentare nazionale attualmente vigente, nonché il regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il *venture capital* (EuVECA) e il regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF), i quali richiedono agli Stati membri di designare le autorità nazionali competenti per l'autorizzazione e la vigilanza dei gestori, nonché per sanzionare le violazioni degli obblighi posti dai regolamenti stessi.

La direttiva AIFM offre nuove opportunità di sviluppo agli operatori del settore

Nel luglio del 2013 il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha avviato una consultazione pubblica sulle norme per l'attuazione della direttiva AIFM e per l'applicazione dei Regolamenti EuVECA ed EuSEF[1], cui ha partecipato anche Assogestioni.

Sempre nel mese di luglio, in considerazione dell'efficacia diretta nell'ordinamento nazionale delle previsioni del regolamento delegato, nonché di quelle disposizioni della direttiva che devono ritenersi *self-executing* in virtù del loro contenuto positivo, chiaro, preciso e dettagliato, la Banca d'Italia e la Consob, in qualità di autorità competenti, hanno fornito – secondo un'impostazione condivisa dal Ministero dell'Economia e delle Finanze – alcuni chiarimenti e indicazioni riguardo le regole applicabili dal 22 luglio 2013 e sino all'entrata in vigore delle disposizioni nazionali di recepimento della direttiva AIFM. Si tratta in particolare di indicazioni riguardanti anzitutto la disciplina transitoria e l'operatività transfrontaliera dei gestori italiani, dei gestori comunitari e dei gestori e FIA extracomunitari, nonché la definizione di criteri per la tempestiva applicazione dei regolamenti EuVECA ed EuSEF.

Nell'agosto 2013, invece, è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana - Serie Generale n.194 del 20 agosto 2013 - la legge 6 agosto 2013, n. 96, concernente la "Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2013" (di seguito la "Legge di delegazione europea")[2], che all'articolo 12 contiene la delega al Governo per l'attuazione della direttiva 2011/61/UE sui

[1] I fondi EuVECA ed EuSEF sono fondi alternativi e i gestori di tali fondi sono considerati GEFIA sotto-soglia ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 2, lettera b), della direttiva AIFM. In caso di superamento della soglia prevista dal citato articolo, ai gestori si applicano le disposizioni previste per i GEFIA dalla direttiva 2011/61/UE. Nello schema di decreto legislativo sono state inserite le modifiche al TUF strettamente necessarie all'applicazione dei due regolamenti, che sono già entrati in vigore e quindi sono direttamente applicabili a tutti gli Stati membri.

[2] Nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana del 20 agosto 2013, Serie Generale n.194, è stata altresì pubblicata la legge 6 agosto 2013, n. 97 concernente "Disposizioni per l'adempimento

gestori di fondi di investimento alternativi. La Legge di delegazione europea, entrata in vigore il 4 settembre 2013, imponeva al Governo l'esercizio della delega per l'attuazione della direttiva AIFM entro il termine di tre mesi dalla sua entrata in vigore.

Lo schema di decreto legislativo è stato approvato dal Consiglio dei Ministri, in via preliminare, lo scorso 4 dicembre 2013 e, in via definitiva, il 28 febbraio 2014. In particolare lo schema di decreto legislativo contiene le modifiche da introdurre nel TUF, nel d.lgs. n. 252/2005 relativo alle forme pensionistiche complementari e nella disciplina fiscale, nonché previsioni finali e transitorie.

Per quanto attiene più strettamente alle modifiche al TUF, la linea metodologica seguita dal MEF per recepire la direttiva AIFM ha previsto l'inserimento, a livello di normativa primaria, delle sole disposizioni di applicazione generale contenute nella direttiva 2011/61/UE, e le norme strettamente necessarie all'applicazione dei Regolamenti (UE) nn. 345 e 346 del 2013 (rispettivamente EuVECA ed EuSEF)[3], dove possibile demandando alla regolamentazione secondaria da parte di Banca d'Italia e Consob la disciplina dettagliata degli aspetti tecnici contenuti nella direttiva e nei regolamenti, nelle materie oggetto di vigilanza da parte delle rispettive Autorità.

Le numerose modifiche da apportare al TUF al fine di adeguarlo alla disciplina europea, e l'uso sempre più frequente in ambito europeo dello strumento del regolamento delegato della Commissione UE, hanno reso necessario un ripensamento della struttura del Titolo III del TUF, nonché dell'impianto definitorio nello stesso presente. In particolare, il Titolo III è stato suddiviso secondo le

degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione europea – Legge europea 2013". La legge comunitaria annuale è stata sostituita, con la legge 24 dicembre 2012, n. 234, da due distinti provvedimenti: la legge di delegazione europea, il cui contenuto è limitato alle disposizioni di delega necessarie per il recepimento delle direttive e degli altri atti dell'Unione europea, e la legge europea, che contiene norme di diretta attuazione volte a garantire l'adeguamento dell'ordinamento nazionale all'ordinamento europeo, con particolare riguardo ai casi di non corretto recepimento della normativa europea. A seguito della mancata approvazione nella passata legislatura dei disegni di legge comunitaria 2011 e 2012, i relativi contenuti sono stati riproposti all'interno dei due nuovi strumenti normativi: le disposizioni di delega nel disegno di legge di delegazione europea; le altre norme, diverse dalle deleghe, nel disegno di legge europea.

[3] In particolare la delega per la previsione di sanzioni è basata sull'art. 2 della legge di delegazione europea, il quale prevede che il Governo è delegato ad adottare, ai sensi dell'articolo 33 della legge 24 dicembre 2012, n. 234, disposizioni recanti sanzioni penali o ammnistrative, per le violazioni di obblighi contenuti in regolamenti dell'Unione europea pubblicati alla data di entrata in vigore della legge, per le quali sono già previste sanzioni penali o amministrative.

seguenti macro aree: (i) Soggetti autorizzati italiani (Sgr, Sicav e Sicaf) e attività esercitabili ai sensi delle direttive UCITS e AIFM e delle relative disposizioni di attuazione; (ii) Disciplina degli OICR italiani (fondi comuni di investimento, Sicav e Sicaf in gestione esterna, strutture *master-feeder*, fusione e scissione); (iii) Operatività transfrontaliera dei gestori italiani ed esteri; (iv) Commercializzazione di OICR (in Italia di OICVM UE, FIA riservati, FIA non riservati); (v) Obblighi per le SGR i cui FIA acquisiscono partecipazioni rilevanti e di controllo di società non quotate e di emittenti; (vi) Disciplina del depositario.

Nello specifico lo schema di decreto legislativo, nel condividere molte delle proposte elaborate nell'ambito della Task Force AIFMD di Assogestioni, istituita allo scopo di agevolare l'adeguamento dell'ordinamento nazionale alla legislazione comunitaria:

(i) riconosce un appropriato regime transitorio per l'adeguamento delle SGR "di promozione" al nuovo quadro normativo, in linea con le previsioni comunitarie AIFM, le quali comportano un superamento del modello italiano che attualmente consente alle SGR di prestare disgiuntamente le attività di gestione di patrimoni e di promozione. In particolare, le previsioni finali e transitorie dello schema di decreto legislativo prevedono un anno di tempo entro il quale le SGR dovranno adeguarsi alla nuova normativa, eccezion fatta per le SGR che gestiscono OICR garantiti, le quali potranno continuare a prestare la loro attività entro sei mesi dalla scadenza della garanzia, allo scopo di evitare che il superamento del modello promozione/gestione e la conseguente sostituzione della società di gestione possa costituire una causa di recesso da parte del garante del contratto di garanzia, con evidenti conseguenze negative per i partecipanti al fondo;

(ii) salvaguarda, per gli OICVM italiani[4], il modello nazionale che consente alla SGR di "affidare" al depositario il calcolo del NAV;

(iii) rende autonoma la prestazione del servizio di ricezione e trasmissione di ordini rispetto alla prestazione del servizio di gestione di portafogli;

(iv) ridefinisce la disciplina degli organismi di investimento collettivo del

[4] Si tratta degli OICR italiani (fondi e SICAV) autorizzati ai sensi della direttiva 2009/65/UE (c.d. UCITS IV)

risparmio diversi dai fondi comuni, in particolare introducendo la SICAF come nuovo veicolo d'investimento;

(v) prevede una definizione di "FIA italiano riservato" allargata, che comprende non solo gli investitori professionali ai sensi della MiFID, ma anche altre categorie di investitori che verranno individuate dal MEF con proprio regolamento;

(vi) ammette, per le SGR che gestiscono FIA italiani prima del 22 luglio 2013, la possibilità di usufruire di un anno di tempo (ovvero fino a luglio 2014) per adottare tutte le misure necessarie per rispettare le disposizioni di recepimento della direttiva AIFM.

Il recepimento delle linee guida ESMA su ETF e altri fondi armonizzati

Deborah Anzaldi

Nel corso del 2013 sono state recepite nell'ordinamento italiano le "*Guidelines on Exchange-Traded Funds (ETFs) and other UCITS issues*" emanate dall'ESMA - l'autorità di vigilanza del sistema finanziario europeo - con l'obiettivo di rafforzare la tutela degli investitori e uniformare a livello comunitario alcune pratiche di regolamentazione dei fondi armonizzati. L'ESMA prevede che le Linee Guida entrino in vigore dal 18 febbraio 2013, salvo quanto previsto da uno specifico regime transitorio.

Nell'ambito del recepimento delle linee guida ESMA in materia di ETF e altri fondi armonizzati (ESMA/2012/832), la Consob e la Banca d'Italia sono intervenute - ognuna per il proprio profilo di competenza - al fine di recepire le indicazioni comunitarie in tema di informazioni da veicolare agli investitori (anche con riferimento ai fondi indicizzati e agli ETF), regole concernenti le operazioni su talune tipologie di strumenti finanziari derivati (*total return swap* e derivati OTC) e le tecniche di gestione efficiente del portafoglio, e infine i criteri da rispettare affinché un fondo possa investire in strumenti finanziari derivati su indici finanziari.

Gli interventi della Consob

Con la Comunicazione n. 13015352 del 22 febbraio 2013, la Consob ha recepito le Linee Guida emanate dall'ESMA a far data dal 18 febbraio 2013. Per consentirne una ordinata applicazione e una maggiore trasparenza informativa agli investitori, nello stesso giorno la Commissione è intervenuta coordinando la disciplina nazionale sul tema con la delibera n. 18470.

In seguito l'Autorità, con la delibera n. 18671 dell'8 ottobre 2013, ha aggiornato gli schemi 1 e 4 di prospetto di cui all'Allegato 1B del Regolamento Emittenti, volti a guidare gli operatori nell'illustrazione delle caratteristiche del fondo non già previste dalla disciplina nazionale.

Sono diverse le informazioni da trasmettere agli investitori all'interno del prospetto dei fondi aperti di diritto italiano (Schema 1), laddove ne ricorrano i requisiti.

La Consob ha indicato le diverse informazioni da trasmettere agli investitori all'interno del prospetto

Se il fondo, ai fini di una più efficiente gestione del portafoglio, effettua operazioni di compravendita titoli con patto di riacquisto, riporto e prestito titoli (cd. tecniche di gestione efficiente dl portafoglio), il prospetto dovrà contenere una descrizione particolareggiata dei rischi ivi connessi e dell'impatto che tali tecniche avranno sul rendimento del fondo (cfr. Parte I, sub B, par. 16, punto g) dello Schema 1), informazioni sulla politica in materia di oneri/commissioni diretti e indiretti, che possono essere detratti dal rendimento trasferito al fondo (cfr. Parte I, sub C, par. 18.2.1 Oneri di gestione dello Schema 1) e l'informativa sulla politica in materia di garanzie (cfr. Parte I, sub B, par. 16, punto l) dello Schema 1).

In caso di utilizzo di *total return swap* (uno strumento finanziario derivato OTC, in base al quale un soggetto cede a un altro il rischio e il rendimento di un sottostante, a fronte di un flusso che viene pagato a determinate scadenze) o di altri strumenti finanziari derivati con le stesse caratteristiche, dovranno essere fornite informazioni sulla strategia sottostante e la composizione del portafoglio o dell'indice di investimento, informazioni sulla(e) controparte(i) delle operazioni, una descrizione del rischio di insolvenza della controparte e l'effetto sui rendimenti del fondo, indicazioni circa la misura in cui la controparte assume potere discrezionale sulla composizione o la gestione del portafoglio di investimento del fondo o sul sottostante degli strumenti finanziari derivati, e infine l'identificazione della controparte quale gestore delegato degli investimenti, laddove ne ricorrano i presupposti (cfr. Parte I, sub B, par. 16, paragrafo h) e Parte II, sub) "Dati periodici di rischio-rendimento e costi del fondo/comparto", punto e) dello Schema 1).

E' altresì stata introdotta un'informativa sulle politiche di gestione delle garanzie (cd. *collateral*), per le operazioni con strumenti finanziari derivati OTC e per le tecniche di gestione efficiente del portafoglio, ossia su uno dei presidi che può essere utilizzato per ridurre il rischio creditizio connesso con l'eventuale inadempimento delle controparti generato dalle indicate operazioni.

In particolare, in materia di gestione delle garanzie dovrà essere illustrata la relativa politica, specificando le tipologie di garanzie consentite, il livello di garanzie necessario e la politica sugli scarti di garanzia oltre a, nel caso di garanzie in contante, la politica di reinvestimento (compresi i rischi derivanti da quest'ultima).

Anche l'informativa sui fondi indicizzati (la cui strategia è di replicare o riprodurre l'andamento di un indice o di indici) è stata aggiornata. In particolare, tra i rischi generali connessi alla partecipazione del fondo dovranno essere descritti i fattori che possono influire sulla capacità del fondo di replicare l'andamento dell'indice. Così come dovrà essere precisata, all'interno della tipologia di gestione del fondo, la modalità di replica dell'indice (ad es. replica fisica completa, a campione, sintetica) e il livello di *tracking error* atteso (volatilità della differenza tra il rendimento del fondo e il rendimento dell'indice replicato) in condizioni normali di mercato.
Dovrà essere inoltre indicata la frequenza di ribilanciamento e i suoi effetti sui costi nell'ambito della strategia, così come dovranno essere illustrate le implicazioni del metodo di replica prescelto in termini di esposizione all'indice sottostante e al rischio di controparte. Specifiche informazioni dovranno essere date dai fondi che hanno per obiettivo la replica o la riproduzione di indici con effetto leva, dove dovrà essere descritta la politica di leva, di come si ottiene la leva (ossia se è al livello dell'indice o deriva dal modo in cui il fondo/comparto ottiene l'esposizione all'indice), il costo della leva (ove rilevante) e i rischi associati a tale politica, e una descrizione dell'impatto di un eventuale effetto leva inverso (ossia esposizione corta).

Ulteriori modifiche allo Schema 1 di prospetto hanno altresì interessato i fondi le cui quote sono ammesse alla negoziazione.

Anche il documento per la quotazione di fondi comunitari armonizzati (Schema 4) è stato rivisto. In particolare, dovrà essere inserita una specifica avvertenza per illustrare all'acquirente delle quote/azioni dell'ETF sul mercato secondario che queste non possono di regola essere rimborsate a valere sul patrimonio dell'ETF, salvo che non ricorrano determinate situazioni che dovranno essere specificate nel documento stesso. Il documento dovrà altresì indicare la procedura che dovrà essere seguita, così come i potenziali costi connessi.

Gli interventi della Banca d'Italia

E' stato pubblicato nel Supplemento ordinario alla Gazzetta Ufficiale (n. 125 del 30 maggio 2013 – Serie Generale) il Provvedimento 8 maggio 2013, recante modifiche al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio 8 maggio 2012. Con il Provvedimento la Banca d'Italia ha uniformato la disciplina nazio-

nale alle Linee Guida dell'ESMA, fornendo in alcuni casi ulteriori precisazioni. La nuova disciplina è entrata in vigore il 14 giugno 2013, salvo le disposizioni transitorie ivi previste.

Gli interventi effettuati dall'Autorità hanno comportato principalmente un aggiornamento della disciplina secondaria in materia di requisiti prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio. Ulteriori interventi hanno interessato le note integrative dei prospetti contabili dei fondi aperti. Alcune modifiche, infine, sono state apportate alle disposizioni sul regolamento di gestione dei fondi aperti identificati come "UCITS ETF" o "ETF".

Tra le modifiche di maggior portata innovativa in tema di politica d'investimento e sistema di gestione dei rischi, si segnalano le disposizioni relative a:

- le caratteristiche che devono avere gli indici finanziari sottostanti a strumenti finanziari derivati per essere considerati investimenti ammissibili come indici finanziari (cfr. Tit. V, Cap. III, Sez. II, par. 1, lett. n));
- il calcolo dei limiti alla concentrazione dei rischi in presenza di operazioni di *total return swap* (cfr. Tit. V, Cap. III, Sez. II, par. 3.7, nota 22);
- il calcolo dei limiti di rischio di controparte e dei limiti complessivi agli investimenti, dove le esposizioni derivanti da tecniche di gestione efficiente del portafoglio devono essere ora combinate con quelle derivanti da operazioni con strumenti finanziari derivati OTC (cfr. Tit. V, Cap. III, Sez. II, parr. 3.3 e 3.4);
- le tecniche di gestione efficiente del portafoglio, volte a garantire una maggiore liquidità delle operazioni (cfr. Tit. V, Cap. III, Sez. II, par. 6.6);
- i requisiti che le garanzie (cd. collateral) devono rispettare per poter ridurre il rischio di controparte (cfr. All. V.3.2) e alle attività che possono formare oggetto di investimento, laddove il fondo decida di reinvestire quelle ricevute in forma di contante (cfr. All. V.3.2, par. 3, lett. h));
- i maggior presidi in tema di sistema di gestione del rischio di controparte e di liquidità che tengano conto delle attività ricevute in garanzia (cfr. Allegato V.3.2).

Relativamente alle disposizioni in tema di prospetti contabili dei fondi aperti, una maggiore informativa è prevista:

- per i fondi indice, per cui dovrà essere indicata l'entità della *tracking error* al termine del periodo rilevante. Dovranno altresì essere opportunamente motivate eventuali divergenze tra il *tracking error* atteso e quello

effettivo. Inoltre dovranno essere riportate e spiegate le differenze tra il rendimento del fondo e quello dell'indice replicato (cfr. All. IV.6.1, Nota integrativa, Parte A);

- con riguardo all'operatività in strumenti finanziari derivati, dove sono aggiornate alcune tavole volte a rappresentare informazioni sulle tipologie di controparti utilizzate nelle operazioni e a identificare le attività ricevute in garanzia (cfr. All. IV.6.1, Nota Integrativa, Parte B, Sez. II, Par. II.4 e Sez. III, Par. III.4);
- per le tecniche di gestione efficiente del portafoglio, dove è richiesto di illustrare i proventi e gli oneri derivanti dall'utilizzo di queste tecniche con l'indicazione degli oneri e delle commissioni, diretti e indiretti (cfr. All. IV.6.1, Nota Integrativa, Parte C, Sezione III).

Con riguardo alle disposizioni in tema di regolamento di gestione dei fondi aperti:

- è stato circoscritto l'uso dei termini "UCITS ETF" o "ETF" ai fondi che rispettano determinate caratteristiche. In particolare devono recare la denominazione "UCITS ETF" o "ETF" solo i fondi armonizzati o non armonizzati le cui parti sono scambiate per tutto il giorno in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, con almeno un *market maker* che assicuri la non significativa divergenza tra il valore di quotazione e il valore complessivo netto del fondo (cfr. Tit. V, Cap. I, Sez. II, par. 2.1);
- è stata modificata la disciplina in tema di procedure di rimborso di quote nel caso di ETF e di UCITS ETF, dove viene previsto che il regolamento del fondo deve prevedere la possibilità per il sottoscrittore di richiedere il rimborso della quota direttamente al fondo nei casi in cui il valore di quotazione diverge significativamente dal valore complessivo netto del fondo (cfr. Tit. V, Cap. I, Sez. II, par. 4.2.1, nota 17).

I nuovi prodotti armonizzati del risparmio gestito: dagli UCITS agli ELTIF

Roberta D'Apice

L'adozione della direttiva UCITS è stata il primo passo importante sulla via del coordinamento a livello europeo delle disposizioni legislative e regolamentari riguardanti gli organismi di investimento collettivo del risparmio. L'obiettivo principale era uniformare le condizioni di concorrenza tra UCITS a livello comunitario e garantire agli investitori una protezione efficace e uniforme. Nel corso del 2013, tuttavia, si è avvertita l'esigenza di assicurare l'accesso al mercato unico anche per tipologie di fondi diversi dagli UCITS.

I mercati europei dei fondi di investimento sono stati dominati fino a oggi dai prodotti che operano nel quadro definito dalla direttiva UCITS e successive modificazioni[1]. La direttiva UCITS contiene disposizioni riguardanti l'autorizzazione, la vigilanza, la politica di investimento e i requisiti di trasparenza degli organismi d'investimento collettivo di tipo aperto, la cui principale attività consiste nell'investire in valori mobiliari, al fine di garantire la disponibilità di un adeguato livello di liquidità per soddisfare le richieste di rimborso degli investitori al dettaglio.

Con la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (c.d. direttiva AIFM) sono state introdotte norme in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei "gestori di fondi di investimento alternativi" (cc.dd. GEFIA) che gestiscono o commercializzano Fondi d'investimento alternativi (cc.dd. FIA) nell'ambito dell'Unione europea. La definizione di un qua-

[1] La direttiva UCITS è stata più volte modificata nel corso degli anni, al fine di adeguarla alla progressiva evoluzione dei mercati finanziari. La prima importante opera di revisione si è avuta nel 2001 con la Direttiva 2001/107/CE (c.d. Direttiva gestore) e la Direttiva 2001/108/CE (c.d. Direttiva prodotto). Il 13 luglio 2009 è stata adottata la Direttiva 2009/65/UE (c.d. direttiva UCITS IV) che, mediante la tecnica della c.d. rifusione, ha abrogato la Direttiva UCITS 85/611/CEE con effetto dal 1° luglio 2011.

dro regolamentare e di vigilanza armonizzato costituisce il presupposto per il riconoscimento del c.d. 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.

La creazione dei fondi EuSEF, EuVECA ed ELTIF ha l'obiettivo di rilanciare il finanziamento dell'economia europea

Nonostante l'armonizzazione introdotta dalla direttiva AIFM riguardi esclusivamente i gestori alternativi, non spingendosi a livello di prodotti gestiti (in relazione ai quali permane la piena competenza normativa di ciascuno Stato Membro), si è tuttavia avvertita, anche sul fronte di talune tipologie di fondi diversi dagli UCITS, l'esigenza di creare un mercato unico europeo di tali prodotti. Il 17 aprile 2013, infatti, sono stati pubblicati i Regolamenti (UE) nn. 345 e 346 del Parlamento europeo e del Consiglio sui fondi europei per il *venture capital* (EuVECA) e sui fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF); a questi nel giugno 2013 ha fatto seguito la pubblicazione, da parte della Commissione europea, di una proposta di Regolamento sui fondi europei di investimento a lungo termine (ELTIF).

Rispetto alla disciplina degli UCITS, quella prevista per i fondi EuVECA, EuSEF ed ELTIF risponde all'esigenza di finanziamento dell'economia europea. Nello specifico, mentre i fondi EuVECA e i fondi EuSEF sono volti a favorire la crescita di una nicchia molto specifica dell'economia europea - cioè le *start-up* finanziate dal *venture capital* e le imprese specializzate nel sociale - la creazione dei fondi ELTIF segue un approccio più ampio, in quanto destinata a rilanciare il finanziamento dell'economia reale europea, contribuendo ad agevolare l'accesso delle imprese a forme di finanziamento alternativo al credito bancario.

Nel quadro delle iniziative europee di armonizzazione dei fondi di investimento si inserisce anche la proposta di regolamento della Commissione europea, del 4 settembre 2013, riguardante i fondi di mercato monetario (FMM). In tal caso, la proposta di armonizzazione dei FMM, che riguarda sia i fondi UCITS che i fondi alternativi, è finalizzata non tanto ad attirare capitali e investitori, quanto piuttosto ad aumentare la liquidità di questi prodotti e a garantire loro una struttura stabile. In questa prospettiva la proposta di regolamento contiene, tra l'altro, norme volte a garantire che i FMM investano in attività ben diversificate e di elevata qualità, e richiede ai gestori dei FMM di adottare specifiche misure per conoscere meglio i propri investitori e valutare le implicazioni di possibili richieste di riscatto contemporanee.

Per i fondi EuVECA, EuSEF ed ELTIF, così come per gli UCITS, è prevista la possibilità di usufruire del passaporto comunitario laddove siano rispettate determinate condizioni, con riferimento particolare alla composizione del portafoglio dei fondi, alle categorie di investitori che possono investire in tali fondi, ai requisiti organizzativi e alle regole di condotta dei gestori.

Le limitazioni alla composizione del portafoglio dei fondi EuVECA, EuSEF ed ELTIF riflettono le finalità alle quali sono destinati.

In particolare, i fondi EuVECA devono investire almeno il 70% del patrimonio in strumenti rappresentativi di *equity* o di c.d. quasi *equity*, emessi da società *target* che non abbiano al momento dell'investimento titoli ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o un MTF, impieghino meno di 250 dipendenti, abbiano un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro o un bilancio annuale totale non superiore a 43 milioni di euro, non siano società finanziarie e non siano stabilite in paradisi fiscali. I fondi possono anche effettuare prestiti a dette società *target* entro il limite del 30% del patrimonio gestito, e possono anche investire in quote o azioni di uno o più fondi per il venture capital qualificati, a condizione che questi ultimi non abbiano investito a loro volta oltre il 10% dell'ammontare complessivo dei conferimenti di capitale e del capitale sottoscritto non richiamato in altri fondi per il *venture capital* qualificati; inoltre non devono utilizzare oltre il 30% del proprio patrimonio in investimenti diversi da quelli sopra indicati.

Nel caso dei fondi EuSEF, invece, è previsto che l'impresa target debba presentare determinate caratteristiche. Deve avere come fine statutario il raggiungimento di un impatto sociale misurabile, attraverso la fornitura di servizi o merci a persone vulnerabili, emarginate, svantaggiate o escluse, l'impiego di metodi produttivi socialmente utili. Inoltre deve destinare gli utili in via prevalente al raggiungimento del fine statutario, salvo specifiche circostanze eccezionali nelle quali gli utili possono essere distribuiti ai soci senza pregiudicare l'obiettivo primario. Infine, l'impresa deve adottare una gestione responsabile e trasparente, attraverso il coinvolgimento di dipendenti, dei clienti e degli *stakeholders*.

Il patrimonio dell'ELTIF deve essere impiegato per almeno il 70% del capitale in attività non "liquide" specificatamente individuate (cc.dd. attività di investimento ammissibili), mentre l'investimento residuale può comprendere le attività elencate all'art. 50(1) della direttiva 2009/65/UE, ossia strumenti finanziari liquidi.
Più nello specifico, nelle attività di investimento ammissibili rientrano:

- strumenti rappresentativi di *equity* o quasi *equity* emessi: (a) da un'impresa di portafoglio ammissibile e acquisiti dall'ELTIF direttamente da tale impresa; (b) da un'impresa di portafoglio ammissibile, in cambio di uno strumento rappresentativo di *equity* acquisito in precedenza dall'ELTIF direttamente da tale impresa; (c) da un'impresa che controlla a maggioranza l'impresa di portafoglio ammissibile, in cambio di uno strumento rappresentativo di equity che l'ELTIF ha acquisito conformemente ai punti (a) e (b) dall'impresa di portafoglio ammissibile;
- strumenti di debito emessi da un'impresa di portafoglio ammissibile;
- prestiti concessi dall'ELTIF a un'impresa di portafoglio ammissibile;
- quote o azioni di uno o più altri ELTIF, di fondi europei per il *venture capital* (EuVECAs) e di fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEFs) il cui capitale non è investito per un valore superiore al 10% in altri ELTIF;
- partecipazioni dirette in singole attività reali, che richiedono un esborso di partenza in conto capitale di almeno 10 milioni di euro o di un importo equivalente nella valuta e la momento in cui avviene la spesa.

Le categorie di investitori che possono investire nei fondi EuVECA, EuSEF ed ELTIF sono diverse. Mentre i fondi EuVECA ed EuSEF possono essere commercializzati a investitori professionali o che chiedono di essere trattati come investitori professionali (ai sensi della direttiva MiFID 2004/39/UE), e presso altri investitori che si impegnino a investire almeno 100.000 Euro e dichiarino per iscritto di essere consapevoli dei rischi connessi all'investimento previsto, gli ELTIF possono essere offerti anche agli investitori *retail*, in modo da attrarre maggiori capitali e rispondere ai bisogni di lungo periodo delle famiglie.

Anche con riferimento alla disciplina del "gestore", le scelte effettuate dal legislatore comunitario sono diverse. Infatti, mentre i fondi EuVECA ed EuSEF possono essere gestiti dai GEFIA sotto-soglia[2], il quadro proposto per i gestori degli ELTIF si basa sull'autorizzazione "piena" del gestore a norma della direttiva AIFM. La scelta di ricondurre la disciplina del gestore degli ELTIF nell'alveo della direttiva AIFM, piuttosto che in quella della direttiva UCITS, discende dalla natura ("alternativa") delle attività in cui l'ELTIF è autorizzato a investire.

[2] Ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 2, lettera *b*) della direttiva AIFM. I Regolamenti nn. 345 e 346 consentono ai gestori dei fondi EuVECA e EuSEF, sebbene sotto-soglia, di fruire del passaporto comunitario.

L'apertura degli ELTIF alla commercializzazione nei confronti di investitori *retail*, peraltro, ha indotto la Commissione europea a introdurre regole di trasparenza e di commercializzazione ulteriori rispetto a quelle previste dalla direttiva AIFM. E così, ad esempio, da un lato si richiede la pubblicazione di un documento contenente le informazioni chiave per gli investitori, dall'altro si riconosce all'investitore al dettaglio la possibilità - nel corso del periodo di sottoscrizione e almeno due settimane dopo la sottoscrizione di azioni o quote dell'ELTIF - di annullare la sottoscrizione e ottenere il rimborso del denaro senza incorrere in penalità. Si tratta in sostanza di un diritto di ripensamento che prescinde dalla circostanza che la sottoscrizione del fondo avvenga fuori sede o a distanza.

Ma l'altro elemento che caratterizza la disciplina degli ELTIF rispetto agli altri prodotti armonizzati è la non possibilità per l'investitore di richiedere il rimborso delle quote o azioni detenute prima della fine del ciclo di vita dell'ELTIF. Secondo la Commissione europea, infatti, la natura illiquida degli investimenti ammissibili per l'ELTIF renderebbe difficile far fronte a richieste di rimborso degli investitori prima che un'attività o un progetto in cui hanno investito raggiunga la scadenza prevista. La necessità di mantenere attività liquide per soddisfare le richieste di rimborso, inoltre, sottrarrebbe fondi all'obiettivo primario dell'ELTIF di investite in attività a lungo termine. Agli investitori verrebbe tuttavia riconosciuta la possibilità di vendere le proprie quote o azioni sul mercato secondario, oppure di trasferire liberamente azioni o quote a terzi.

Dal quadro sopra descritto, dunque, emerge la tendenza del legislatore europeo a creare una disciplina armonizzata dei prodotti del risparmio gestito sempre più specializzata, sebbene attraverso l'individuazione di soluzioni giuridiche non sempre omogenee.

L'utilizzo dei rating nelle scelte di investimento dei gestori collettivi del risparmio

Roberta D'Apice

Il 21 maggio 2013 il Parlamento europeo e il Consiglio hanno emanato una serie di provvedimenti[1] volti a definire una nuova disciplina in merito alle agenzie di rating del credito. Le misure elaborate in sede europea hanno l'obiettivo di modificare i meccanismi in base ai quali i gestori[2] utilizzano i rating per stabilire il merito di credito degli emittenti, evitando una loro applicazione esclusiva e/o automatica nel processo di valutazione.

I provvedimenti varati nel maggio del 2013 hanno dato attuazione alle risoluzioni del Parlamento e del Consiglio con cui si era affermata la duplice esigenza di dettare una disciplina più severa delle agenzie di rating - imponendo loro di essere più trasparenti e responsabili nel valutare i debiti sovrani degli Stati membri dell'Unione europea - e di ridurre l'eccessivo affidamento riposto dalle autorità e dagli operatori nel rating del credito.

I provvedimenti europei puntano a ridurre l'affidamento di autorità e operatori nel rating del credito

Per quanto riguarda quest'ultima esigenza, il Regolamento (UE) n. 462/2013 (agli artt. da 5 *bis* a 5 *quater*) prevede una serie di misure generali concernenti la riduzione dell'affidamento esclusivo o meccanico ai giudizi di

[1] Regolamento (UE) n. 462/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, di modifica al Regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito; la Direttiva 2013/14/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, di modifica (i) alla Direttiva 2003/41/CE, relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP), (ii) alla Direttiva 2009/65/CE, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), e (iii) alla Direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA).

[2] In forza dell'articolo 5 *bis*, paragrafo 1, del menzionato Regolamento (UE) n. 462/2013 il divieto di affidamento esclusivo e/o automatico ai giudizi di rating si applica alle entità di cui all'articolo 4, paragrafo 1, primo comma del medesimo Regolamento, ovverosia agli enti creditizi, alle imprese di investimento, alle imprese di assicurazione, alle imprese di riassicurazione, agli enti pensionistici aziendali o professionali, alle società di gestione, alle società di investimento, ai gestori di fondi di investimento alternativi e alle controparti centrali.

rating, nonché norme che impongono a banche e gestori del risparmio di valutare il rischio di credito non esclusivamente o meccanicamente sulla base di rating esterni.

Norme analoghe a quelle previste dall'art. 5 *bis* sono state introdotte – contestualmente alla revisione del Regolamento n. 1060/2009 in materia di agenzie di rating – dalla Direttiva 2013/14/UE che, modificando le relative Direttive in materia di enti pensionistici, di OICVM e di gestori di fondi di investimento alternativi, stabilisce norme più specifiche e precise in merito alle politiche di investimento e alle procedure di tali intermediari, nonché in merito all'attività di vigilanza che deve essere svolta su tali profili da parte delle autorità competenti, al fine di ridurre l'eccessivo affidamento ai giudizi di rating.

Le iniziative nazionali

A fronte delle crescenti tensioni nei mercati finanziari, la Banca d'Italia e la Consob hanno ritenuto necessario fornire chiarimenti in merito all'ambito di applicazione di alcune delle misure indicate nel Regolamento comunitario del 2013 e nella Direttiva UE n. 14/2013.

In particolare, la Banca d'Italia e la Consob hanno pubblicato sui rispettivi siti istituzionali (e per i profili di specifica competenza) due Comunicazioni in tema di utilizzo dei rating nelle scelte d'investimento dei gestori collettivi del risparmio: la "Comunicazione sull'adeguatezza delle procedure di valutazione del rischio di credito e sull'utilizzo dei rating nel servizio di gestione collettiva del risparmio", (di seguito la "Comunicazione della Banca d'Italia") e la "Comunicazione sui doveri di trasparenza e correttezza dei gestori collettivi e i giudizi delle agenzie di rating", (di seguito la "Comunicazione della Consob").

Analoghe iniziative, ciascuna per i profili di competenza, sono state adottate nella stessa data anche dall'Ivass e dalla Covip, in materia di corretto funzionamento del sistema di gestione dei rischi, di doveri di correttezza e trasparenza dei fondi pensione e di obblighi di adeguatezza delle procedure di valutazione degli investimenti delle imprese di assicurazione, allo scopo di ridurre l'eccessivo affidamento (*over-reliance*) sui giudizi espressi dalle agenzie di rating.

La Comunicazione della Banca d'Italia

La Comunicazione della Banca d'Italia si inserisce nel solco del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012[3], in cui si richiede che il sistema di gestione del rischio degli OICR definisca le strategie, le politiche, i processi e i meccanismi riguardanti l'individuazione, l'assunzione, la sorveglianza e l'attenuazione dei rischi a cui sono esposti (o potrebbero essere esposti) i patrimoni degli OICR (inclusi, tra l'altro, i rischi di mercato, di liquidità, di controparte e operativi).

La Banca d'Italia richiama anzitutto l'attenzione dei soggetti abilitati alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio sulla necessità di assicurare il corretto funzionamento del sistema di gestione dei rischi degli OICR, con specifico riguardo all'utilizzo dei giudizi di rating del credito nella valutazione delle attività degli OICR e nelle politiche di investimento.

In particolare, l'Autorità richiede che i gestori, in conformità a quanto previsto dal nuovo quadro normativo europeo in materia, si dotino di sistemi di gestione dei rischi che, nella valutazione del merito di credito delle attività degli OICR, non facciano esclusivamente o meccanicamente affidamento sui giudizi espressi da una o più agenzie di rating, e che assicurino un'accurata valutazione del rischio di credito al quale il patrimonio degli OICR in gestione è esposto (o potrebbe essere esposto).

Il compito di garantire la corretta applicazione di tali previsioni è attribuito - nell'ambito delle rispettive competenze, così come disciplinate dal c.d. Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob - all'organo con funzione di supervisione strategica, all'organo con funzione di gestione e alla funzione di gestione del rischio.

Come precisato dalla Banca d'Italia, in relazione a quanto precede e nel rispetto del principio di proporzionalità (ossia tenuto conto della natura, della tipologia e della complessità dell'attività svolta), i gestori devono procedere alla rivalutazione dei loro sistemi di gestione del rischio, individuando le esigenze di rafforzamento delle procedure di selezione, monitoraggio e gestione del rischio di credito.

[3] Tit. V, Cap. III, Sez. I, paragrafo 5, come modificato dal Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2013.

Il potenziamento dei sistemi di gestione del rischio volti a consentire un'adeguata capacità di valutazione del rischio di credito può non riguardare necessariamente la totalità degli emittenti i cui titoli sono inclusi nei portafogli dei fondi gestiti, ma si può limitare a quegli emittenti verso i quali sono detenute posizioni significative e che compongono una percentuale rilevante dei portafogli dei fondi gestiti.
Questa impostazione va letta alla luce del documento del *Financial Stability Board* concernente "*Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*" del 27 ottobre 2010, in cui tra l'altro si enfatizza il ruolo del principio di proporzionalità nei processi interni di valutazione del merito del credito, ossia la rilevanza da accordare alla dimensione e alla complessità della società, alla tipologia di asset class, nonché alla significatività dell'esposizione: "[…] *In general, therefore, principles in this area should recognize these useful functions and should differentiate according to size and sophistication of firm, and according to the asset class of instruments concerned (e.g. sovereign, corporate, or structured) and the materiality of the relevant exposures*".

In questa prospettiva, peraltro, l'articolo 5-*bis*, paragrafo 2 del Regolamento (CE) n. 1060/2009, richiede alle autorità settoriali competenti di incoraggiare le entità a ridurre (e non a eliminare) l'affidamento esclusivo e meccanico ai rating del credito, "tenendo conto della natura, della portata e della complessità delle loro attività".
Allo stesso modo i nuovi paragrafi 3-bis di cui all'art. 51 della Direttiva 2009/65/CE e all'art. 15 della Direttiva 2011/61/UE (inseriti a seguito delle modifiche apportate dalla Direttiva 2013/14/UE) prescrivono alle autorità competenti di verificare l'adeguatezza delle procedure di valutazione del credito delle società di gestione o di investimento sulla base del principio di proporzionalità (ossia tenuto conto della natura, portata e complessità delle attività degli OICVM o dei FIA), di valutare l'utilizzo dei riferimenti ai rating del credito nell'ambito delle politiche di investimento degli OICVM e, se del caso, di incoraggiare a ridurre l'incidenza di tali riferimenti in vista di un ricorso meno esclusivo e meccanico ai rating.

L'adeguatezza dei processi interni di valutazione del merito di credito e del sistema di gestione dei rischi nel suo complesso saranno verificati dalla Banca d'Italia, anche con riguardo alla necessità di evitare l'affidamento esclusivo e meccanico sui giudizi delle agenzie di rating del credito, nell'interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati.

La Banca d'Italia precisa poi che le informazioni aggiornate sulle iniziative assunte dagli intermediari con riferimento alle procedure di selezione, monitoraggio e gestione del rischio di credito dovranno essere fornite nell'ambito della periodica Relazione organizzativa[4].

Infine, un ulteriore profilo sottolineato dalla Banca d'Italia nella propria Comunicazione è quello relativo alla necessità di informare ai principi sopra esposti i riferimenti al merito creditizio contenuti nei regolamenti di gestione dei fondi, tenuto conto che tali documenti definiscono la politica di investimento seguita dal gestore.

La Comunicazione della Consob

La Comunicazione della Consob si inserisce nel solco delle disposizioni del Regolamento n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche (c.d. Regolamento Intermediari) in materia di trasparenza e correttezza nella prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio e in particolare, nell'ambito delle previsioni di cui all'art. 65, comma 1, lett. c), ove si legge che nello svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio le SGR e le SICAV sono tenute ad acquisire una conoscenza e una comprensione adeguata degli strumenti finanziari, dei beni e degli altri valori in cui è possibile investire il patrimonio gestito e delle condizioni di liquidabilità dei medesimi, anche sulla base di sistemi di valutazione corretti, trasparenti e adeguati. Inoltre il documento fa riferimento all'art. 66, comma 1, lett. c), in base alla quale le SGR e le SICAV – prima di disporre l'esecuzione delle operazioni e tenendo conto delle caratteristiche del potenziale investimento – effettuano analisi di tipo qualitativo e quantitativo sul contributo dello stesso ai profili di rischio rendimento e alla liquidità dell'OICR.

La Consob richiede ai gestori di limitare l'utilizzo esclusivo o automatico dei rating nelle decisioni d'investimento

La Consob nella propria Comunicazione parte sottolineando che - in forza dei profili di discrezionalità gestoria riconosciuti dalla documentazione d'offerta, dal regolamento o dallo statuto dell'OICR - i soggetti abilitati alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio sono tenuti a osservare l'obbligo di operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti dell'OICR e dell'integrità dei mercati, anche

[4] Di cui al Tit. IV, Cap. IV, del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio dell'8 maggio 2012

con riguardo all'utilizzo dei giudizi di rating del credito nelle politiche di investimento.

La Consob, in particolare, richiama l'attenzione dei gestori sul loro dovere di adottare, nell'interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati, opportune misure che limitino l'utilizzo esclusivo o meccanicistico dei giudizi di rating nelle decisioni di investimento e disinvestimento.
A tal fine, il gestore collettivo è tenuto ad adottare - anche in conformità a quanto previsto dalla nuova regolamentazione europea in materia di rating del credito e dalla direttiva 2013/14/UE - corretti, trasparenti e adeguati processi interni di valutazione del merito di credito.

Il rispetto del principio di agire sempre e comunque nel miglior interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati comporta che il gestore effettui le necessarie attività di *due diligence* prima di disporre l'esecuzione di operazioni di investimento o disinvestimento connesse a (o dipendenti da) un certo livello di rating del credito o variazioni dello stesso.
In particolare, questo comporta che il gestore, nell'ambito delle scelte discrezionali in cui si concreta il processo di investimento, debba procedere a una propria valutazione di tutti i diversi rischi connessi all'investimento stesso, incluso il rischio di credito e i rischi di liquidità e di mercato.

Riguardo al rischio di credito, il rispetto dell'obbligo di correttezza nei confronti degli investitori implica la necessità dello svolgimento di adeguate attività di valutazione interna, in modo da evitare di affidarsi esclusivamente o meccanicamente al giudizio di una o più agenzie di rating. Inoltre la considerazione dei rischi di liquidità e di mercato impone di tenere conto delle condizioni di liquidabilità degli investimenti e di tutti i fattori che influiscono sul valore e sul profilo di rischio generale del portafoglio dell'OICR.

Di qui, pertanto, anche i riferimenti al merito creditizio contenuti nella documentazione d'offerta dovranno informarsi ai principi sopra esposti, considerato che tale documentazione deve necessariamente e fedelmente riflettere la politica di investimento seguita dal gestore stesso. Resta inteso che tali riferimenti dovranno essere coerenti con quanto riportato nei regolamenti di gestione dei fondi.

La documentazione, da cui risultano le attività di analisi e valutazione alla base

delle decisioni di investimento e disinvestimento adottate dal gestore, dovrà essere conservata per ciascun OICR, sulla scorta di quanto disposto dall'art. 66, comma 2, del Regolamento Intermediari.

Sarà compito della Consob, in linea con le disposizioni normative e regolamentari in materia (inclusa la nuova regolamentazione europea in materia di rating del credito), verificare il rispetto degli obblighi sopra citati posti in capo ai gestori, con particolare riguardo alla necessità di ridurre l'affidamento esclusivo e meccanico ai giudizi delle agenzie di rating del credito, nell'interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati.

La Proposta di regolamento europea sui fondi di mercato monetario

Deborah Anzaldi

Il 4 settembre del 2013 la Commissione europea ha pubblicato una proposta di regolamento sui fondi di mercato monetario, intervenendo in tema di investimenti ammissibili, politica di investimento, qualità creditizia, gestione del rischio e trasparenza informativa. La Proposta punta all'introduzione di una disciplina speciale volta a garantire il ruolo che questi prodotti hanno nel finanziamento dell'economia e, al tempo stesso, renderli più resilienti alle crisi finanziarie.

I fondi di mercato monetario (FMM) sono un'importante fonte di finanziamento a breve termine per le istituzioni finanziarie, le imprese e i governi. Dal lato della domanda, invece, rappresentano una forma d'investimento a breve termine caratterizzata da un'elevata liquidità, un'ampia diversificazione e un rendimento in linea con l'andamento del mercato monetario.

In base al criterio adottato per la valutazione delle quote, questi fondi si possono distinguere in FMM con valore variabile (VNAV, dove le quote sono principalmente valorizzate al valore di mercato delle attività sottostanti) e FMM con valore costante (CNAV, dove le attività sottostanti sono generalmente valutate con il metodo del costo ammortizzato). Nel primo caso - che riguarda anche i prodotti oggi offerti dagli intermediari italiani - il valore delle quote varia in relazione all'andamento delle attività sottostanti, mentre nel secondo caso il valore delle quote è tendenzialmente stabile.

La Proposta punta a disciplinare il ruolo dei FMM nel finanziamento dell'economia

Alcuni eventi verificatisi nel corso della crisi finanziaria hanno mostrato che questi fondi - specie nella forma a valore costante, avendo caratteristiche simili ai depositi ma senza i presidi prudenziali tipici delle banche - possono avere possibili implicazioni negative a livello sistemico, contribuendo a diffondere e amplificare alcuni rischi. Negli ultimi anni, di conseguenza, sono state messe in campo diverse iniziative di riforma della regolamentazione, non solo in Europa.

La Proposta elaborata dalla Commissione europea costituisce pertanto uno dei punti qualificanti delle iniziative in materia di *shadow banking* e si caratterizza per un contenuto notevolmente ampliato rispetto alla disciplina delineata dalle Linee Guida del CESR[1], recepite in Italia nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio dal provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012.
Con lo strumento legislativo del regolamento, la Commissione si propone di assicurare alla disciplina dei FMM una maggiore uniformità applicativa, non solo per i FMM con valore costante (dove sono introdotte specifiche previsioni per mantenere allineato il valore del CNAV a quello di mercato), ma anche per i FMM con capitale variabile.

La Proposta della Commissione è assoggettata al processo legislativo europeo, nel quale si confronteranno diverse visioni e interessi. Alcuni punti in particolare risultano rilevanti sia per gli effetti sull'operatività dei FMM esistenti sia per le prospettive di sviluppo. Dopo aver richiamato gli aspetti principali della Proposta, si illustrano di seguito alcune delle criticità sollevate dall'associazione e presentate il 17 ottobre 2013 alla 6° Commissione Finanze del Senato, nel corso dell'Audizione dell'associazione sulla proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui fondi comuni monetari[2].

Principali aspetti contenuti nella Proposta

Ambito di applicazione. Ai sensi della Proposta, si qualificano come FMM i fondi (UCITS o AIF) che investono in strumenti finanziari a breve termine e hanno l'obiettivo specifico di offrire rendimenti in linea con quelli del mercato monetario o di mantenere il valore dell'investimento.

Investimenti ammissibili. I FMM possono investire in strumenti del mercato monetario, in depositi presso enti creditizi, in strumenti finanziari derivati (solo per copertura del rischio) ed effettuare operazioni di acquisto con patto di rivendita. Per contro, un FMM non può investire in nessun'altra attività (ad esempio in altri FMM), vendere allo scoperto strumenti del mercato monetario, assumere esposizioni in azioni o materie prime, concludere accordi di concessione e assunzione di titoli in prestito, realizzare operazioni di vendita con patto di

[1] *CESR's Guidelines on a common definition on European money market funds* (CESR/10-049)

[2] Il documento è disponibile sul sito dell'associazione all'indirizzo www.assogestioni.it/index.cfm/1,147,9822,49,html/fondi-monetari-assogestioni-indica-le-criticita-del-nuovo-regolamento

riacquisto, prendere in prestito contante (neppure entro il 10% del fondo a scopo di tesoreria) o dare in prestito contante, in quanto tali categorie di attività e pratiche, secondo la Commissione, metterebbero a repentaglio il profilo di liquidità del FMM.

Un FMM può investire anche in cartolarizzazioni, ma solo se l'esposizione sottostante è costituita esclusivamente da debito *corporate* di qualità creditizia elevata e con scadenza entro 397 giorni. Le operazioni di acquisto con patto di rivendita sono ammissibili ove rispettano determinate condizioni volte a rafforzare le caratteristiche delle garanzie ricevute e la liquidità dell'operazione.

Gli strumenti finanziari oggetto d'investimento devono essere di elevata qualità: al riguardo la Proposta prevede che all'emittente sia attribuito uno dei due gradi più elevati di rating interno. Tali requisiti non sono richiesti per l'investimento in titoli emessi dagli stati membri o da organismi dell'Unione europea.

Politiche d'investimento. L'investimento deve essere diversificato. La Proposta prevede che il FMM non può investire oltre il 5% delle attività in strumenti del mercato monetario emessi da uno stesso organismo, ad eccezione (previa autorizzazione dell'autorità competente) per l'investimento in "titoli governativi" o emessi da organismi internazionali, dove il limite può essere innalzato fino al 100% nel caso siano rispettate determinate condizioni. Il limite per l'investimento in depositi presso uno stesso ente creditizio è anch'esso pari al 5%. Un FMM non può investire più del 10% in cartolarizzazioni. In caso di operazioni di acquisto con patto di rivendita un FMM non deve avere un'esposizione lorda verso una medesima controparte superiore al 20%.

Valutazione del rischio di credito. Il FMM, al fine di valutare l'elevata qualità delle attività in cui intende investire, deve predisporre una procedura di valutazione interna, caratterizzata da prudenza e rigore. In conformità alla normativa dell'Unione che limita l'eccesso di dipendenza dai *rating* emessi dalle agenzie di *rating*, la Proposta prevede un'articolata e dettagliata procedura di valutazione del rischio di credito e delinea i criteri organizzativi per l'acquisizione e la valutazione delle informazioni; la struttura del sistema di *rating* interno, che si deve basare su una scala articolata in sette gradi; i requisiti di documentazione e tracciabilità delle metodologie e delle valutazioni; i criteri di *governance* del processo di valutazione della qualità creditizia degli emittenti.

Gestione del rischio. Per ridurre il rischio di tasso e di credito del portafoglio dell'FMM, sono stabili limiti sulla durata dei singoli strumenti finanziari e al portafoglio nel suo complesso, fissando un termine massimo ammissibile di scadenza media ponderata (*weighted average maturity*, WAM) e di vita media ponderata (*weighted average life*, WAL). Inoltre, per rafforzare la capacità dell'FMM di far fronte alle richieste di rimborso, è previsto che almeno il 10% sia investito in attività a scadenza giornaliera e il 20% in attività a scadenza settimanale.

I FMM saranno inoltre tenuti ad applicare politiche di identificazione della clientela, al fine di prevedere l'effetto di richieste di rimborso contemporanee ("*know-your customer policies*"), oltre a effettuare prove di "*stress test*" a cadenza periodica, che consentano di individuare possibili punti di vulnerabilità.

Valutazione delle attività. Il metodo da privilegiare per valutare le attività dell'FMM è quello basato sui prezzi di mercato. Soltanto ai FMM a valore costante è consentito l'uso del metodo di valorizzazione delle attività basato sul costo ammortizzato.

Previsione specifiche per i FMM a valore costante (CNAV). La Proposta prevede di costituire una riserva patrimoniale (cd. *buffer*) pari almeno al 3% del valore complessivo delle attività del FMM. Tale riserva dovrà essere utilizzata esclusivamente per coprire la differenza tra il valore del CNAV e il valore del NAV in occasione di sottoscrizioni o rimborsi. La riserva, composta unicamente da liquidità e segregata, dovrà essere ricostituita se il suo importo scende al di sotto del 3%. Se la riserva rimane 10 punti base sotto la soglia del 3% il FMM smette di essere un FMM a valore costante e non può più utilizzare il metodo basato sul costo ammortizzato per la valorizzazione degli attivi.

Eventuale ricorso a un supporto esterno. In circostanze eccezionali, giustificate da implicazioni sistemiche o condizioni di mercato sfavorevoli, l'autorità competente può autorizzare il FMM (diverso dal FMM a valore costante) a ricevere un sostegno esterno, avente l'effetto di garantire la liquidità dell'FMM ove siano soddisfatte determinate condizioni.

Trasparenza. I FMM sono assoggettati a regole di trasparenza ulteriori rispetto alle regole generali applicate agli altri fondi e, per consentire alle autorità competenti di rilevare e monitorare i rischi presenti sul mercato dei FMM, sono

tenuti a comunicazioni periodiche dettagliate nei confronti dell'autorità, con una periodicità almeno trimestrale.

Entrata in vigore. Dall'entrata in vigore del regolamento, i FMM in essere dispongono di sei mesi di tempo per adeguarsi alle nuove disposizioni. Alcune disposizioni transitorie sono altresì previste per i FMM a valore costante in merito alla costituzione della riserva.

Alcuni elementi critici contenuti nella Proposta

Al fine di assicurare che la nuova regolamentazione europea - per i FMM offerti da intermediari italiani, ossia FMM a valore variabile (VNAV) - risponda a criteri di razionalità, proporzionalità ed efficacia avuto riguardo alla finalità della disciplina, alle prassi di gestione e ai profili di economicità, Assogestioni ha sollevato alcuni punti critici e suggerito una serie di interventi correttivi che potrebbero essere effettuati nell'ambito della procedura legislativa comunitaria.

Tra gli elementi di maggiore criticità della Proposta figurano in particolare la previsione di un'articolata procedura interna per la valutazione del rischio di credito, l'obbligo di dotarsi di una sofisticata "*know your customer policy*" e quello di svolgere specifiche prove di stress. L'estensione e l'analiticità delle disposizioni su queste materie, infatti, privano le società di gestione dei necessari ambiti di discrezionalità organizzativa e gestionale, con possibili effetti negativi sulla sostenibilità economica dell'offerta di fondi monetari.

Il rischio è che le nuove norme spingano le SGR a escludere i FMM dalla propria offerta

Ulteriori elementi di criticità riguardano la disciplina dell'attività di investimento: le restrizioni sulle caratteristiche delle operazioni ammissibili di pronti contro termine, i limiti all'investimento in veicoli di cartolarizzazione dei crediti verso le imprese, il divieto di investire in fondi e quello di indebitarsi (neppure su base temporanea) costituiscono serie limitazioni alla flessibilità della gestione. Dal punto di vista prudenziale queste disposizioni appaiono eccessivamente restrittive e rischiano di generare inefficienze gestionali, che si tradurrebbero in aumenti di costo e in taluni casi, paradossalmente, in una riduzione del grado di liquidità dei fondi monetari.

L'ampliamento dell'ambito applicativo della Proposta - che non è limitato solo a quei fondi che vogliono essere venduti al pubblico con "l'etichetta FMM", ma

dipende anche da come il fondo investe (composizione del portafoglio e tenore dell'obiettivo d'investimento) - è un altro fattore che dovrebbe essere rivisto, al fine di evitare che fondi comuni non monetari ricadono nell'ambito di una disciplina a loro non indirizzata.

Alla luce di queste considerazioni, l'associazione ha evidenziato il concreto pericolo che, in assenza di opportune modifiche alla Proposta, nel futuro molte società di gestione possano scegliere di escludere i fondi monetari dalla propria gamma d'offerta. Ciò avrebbe il duplice effetto di ridurre i flussi di finanziamento all'economia reale intermediati da strumenti trasparenti e diversificati, e di accrescere la concentrazione degli operatori presenti sul mercato, con evidenti rischi di natura sistemica.

In un periodo storico in cui, per le note vicende che stanno interessando il settore bancario, l'industria dei fondi è chiamata a svolgere un ruolo di ancora maggiore rilievo nel finanziamento (anche) di breve termine del debito pubblico e delle imprese (ad esempio tramite l'investimento in carta commerciale o in mini-bond), il mantenimento di condizioni di economicità e di fattibilità gestionale dei fondi monetari rappresenta un aspetto di fondamentale importanza del quale l'associazione auspica che il legislatore comunitario vorrà tenere conto.

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

Roberta D'Apice e Virgilio Sollima

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 terzo anno di applicazione del Protocollo di autonomia le società che hanno dichiarato di aderire al Protocollo sono 37 (su un totale di 54 società associate) e rappresentano il 97% del patrimonio totale gestito dalle 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*.

Otto società su 37 (che rappresentano il 32% 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.

Ventinove società su 37 (che rappresentano il 65% 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 54 (che rappresentano l'1% circa del patrimonio gestito complessivo) hanno rinviato l'adozione del Protocollo, motivando questa scelta in ragione di revisioni in essere della struttura organizzativa della società (tre società) e approfondimenti in corso sugli aspetti di *governance* connessi all'adozione del Protocollo (due società).

Infine, dodici società su 54 (che rappresentano il 2% del patrimonio gestito complessivo) hanno ritenuto di non aderire al Protocollo, motivando questa scelta nel seguente modo: struttura dell'azionariato (sei società), dimensione e tipologia dei fondi gestiti dalla SGR (tre società) e soggezione a un ordinamento straniero (tre società).

Le raccomandazioni in tema di consiglieri indipendenti

Le società aderenti rappresentano il 97% del patrimonio totale delle associate di diritto italiano

Tra le società aderenti al Protocollo, trentasei (il 97% 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 quindici casi e meno di 1/3 in diciassette casi.

La società che non ha aderito alle raccomandazioni in materia di consiglieri indipendenti ha motivato questa scelta prevalentemente in ragione del proprio assetto proprietario.

Tra le tredici società con un numero di consiglieri indipendenti pari o superiore a tre, otto 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 all'istituzione di un comitato composto interamente da consiglieri indipendenti, mentre tre 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), quattro società hanno adottato la raccomandazione del Protocollo che prevede che questi comitati siano presieduti da un consigliere indipendente e siano composti in maggioranza da consiglieri indipendenti.

Le società aderenti alla raccomandazione sui consiglieri indipendenti hanno va-

lutato 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.

Ventitré società (il 64% di quelle che hanno adottato le raccomandazioni) hanno attribuito ai consiglieri indipendenti (o al comitato di 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, una ha attribuito il compito di esprimere un parere sui criteri di remunerazione a un altro comitato specializzato (composto interamente da consiglieri indipendenti). Due società hanno adottato parzialmente la raccomandazione del Protocollo.

Undici società hanno ritenuto di non attribuire ai consiglieri indipendenti (o al comitato di 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, tre 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.

Sette società (il 18,9% di quelle che hanno aderito al Protocollo) sono estranee a qualsiasi forma di eterodirezione. A esse pertanto non si applicano i limiti al cumulo di funzioni nelle società del gruppo previsti dall'articolo 8.3 del Protocollo.

Dodici società su 37 (il 32,4% 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 il consigliere della società rivesta analoga carica presso le società del gruppo ma sia privo di deleghe operative, oppure 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.

Sei 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 (tre società), alla dimensione o tipologia dei fondi gestiti dalla società (tre società).

Trentacinque società su 37 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. Una società ha dichiarato di far applicazione del presidio in esame in sede di conferimento dei prossimi incarichi di banca depositaria.

Trentacinque società su 37 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.

Adeguata verifica della clientela e obbligo di astensione

Sonia Maffei e Francesco Lupi

Nel corso del 2013 la Banca d'Italia e il Ministero dell'Economia e delle Finanze hanno emanato le disposizioni relative alle modalità di adempimento degli obblighi di adeguata verifica della clientela, rispettivamente attraverso il Provvedimento recante disposizioni attuative in materia di adeguata verifica della clientela e la Circolare di chiarimento sull'ambito applicativo dell'articolo 23 del decreto antiriciclaggio, relativo all'obbligo di astensione nel caso in cui non sia possibile completare le operazioni di adeguata verifica. Su questi punti Assogestioni ha effettuato un'analisi di dettaglio e richiesto alcuni chiarimenti in merito alle principali criticità e ai dubbi interpretativi riscontrati dalle società di gestione del risparmio.

Il 3 aprile 2013 la Banca d'Italia ha emanato il Provvedimento in materia di adeguata verifica della clientela (di seguito, anche, il Provvedimento adeguata verifica), con il quale è stata data completa attuazione a quanto disposto dall'articolo 7, comma 2, del decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231(di seguito, anche, il decreto antiriciclaggio).

Il Provvedimento definisce i principi per valutare il rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo

Il Provvedimento adeguata verifica, entrato in vigore il 1° gennaio 2014, definisce i principi e gli elementi che i destinatari della disciplina antiriciclaggio (tra i quali sono ricomprese anche le società di gestione del risparmio) devono tenere in considerazione per la valutazione del rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo.

In conformità agli orientamenti contenuti nelle Raccomandazioni del Gruppo di Azione Finanziaria Internazionale (GAFI)[1], e tenendo anche conto di quanto contenuto nella proposta di quarta direttiva antiriciclaggio della Commissione europea (oggi ancora in corso di definizione)[2], l'intera disciplina di adeguata verifica della clientela poggia sul principio dell'approccio basato sul rischio

[1] Le 40 raccomandazioni del GAFI sono disponibili sul sito www.fatf-gafi.org

[2] http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2013:0045:FIN:IT:PDF

(*risk based approach*), in virtù del quale viene privilegiata l'autonoma capacità dei soggetti obbligati di individuare il grado di rischio insito nelle singole relazioni stabilite con i clienti, e di adottare di conseguenza le misure più adeguate per farvi fronte.

L'adeguata verifica della clientela può essere definita come un complesso processo di attività volte all'identificazione del cliente, dell'esecutore e del titolare effettivo, a ottenere informazioni sullo scopo e sulla natura del rapporto o dell'operazione, oltre che a effettuare un controllo costante dei dati acquisiti, al fine di mantenere sempre aggiornato il profilo di rischio assegnato al cliente. La profondità e l'estensione di tale attività conoscitiva e di valutazione deve essere modulata in relazione al livello di rischio individuato dall'intermediario stesso.

Se le disposizioni contenute nel Provvedimento della Banca d'Italia tendono, da un lato, a valorizzare le valutazioni discrezionali che i destinatari della disciplina sono chiamati a effettuare, dall'altro lato elencano e definiscono in modo puntuale le modalità per la raccolta delle informazioni - attraverso questionari o procedure guidate - e l'elaborazione dei dati funzionali alla profilatura della clientela, con la quale viene determinato il relativo livello di rischio di riciclaggio.

A un regime ordinario di adeguata verifica ne vengono affiancati altri due di diversa e opposta intensità, inerenti alle misure semplificate ovvero rafforzate di adeguata verifica.

Infatti, in alcune ipotesi individuate dalla normativa antiriciclaggio, nonché in presenza di un basso rischio di riciclaggio, può essere applicato un regime semplificato di adeguata verifica, che nell'attuale accezione rappresenta una vera e propria esenzione dagli obblighi, ferma restando la necessità di acquisire informazioni sufficienti a stabilire se ricorrano o meno le condizioni di basso rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo.

Al contrario, nelle ipotesi previste dalla legge e qualora il destinatario rilevi un alto rischio di riciclaggio, devono essere applicate le misure rafforzate, consistenti in una maggiore profondità, estensione e frequenza delle diverse attività di cui si compone l'adeguata verifica. In particolare il Provvedimento, oltre a confermare le fattispecie cui applicare le misure rafforzate contenute nel decreto antiriciclaggio - quali ad esempio l'operatività a distanza, le persone politicamente esposte (PEP) estere e i conti correnti di corrispondenza con enti finan-

ziari extracomunitari non equivalenti - inserisce, in linea con il contenuto delle Raccomandazioni GAFI, misure specifiche per i soggetti residenti sul territorio nazionale che occupano o hanno occupato importanti cariche pubbliche.

Le disposizioni della Banca d'Italia, inoltre, contengono indicazioni sulle procedure da seguire in merito all'assolvimento degli obblighi di adeguata verifica da parte di soggetti terzi, ovvero attraverso l'interposizione di più intermediari, e nei confronti di intermediari extracomunitari. Di particolare importanza sono le istruzioni sulle modalità di individuazione del titolare effettivo, contenute nell'apposito Allegato al Provvedimento, relative al caso in cui il cliente e/o il soggetto per conto del quale il cliente realizza un'operazione siano entità diverse da una persona fisica.

Il Provvedimento adeguata verifica contiene delle disposizioni di particolare interesse per l'operatività delle società di gestione del risparmio. A tale proposito, Assogestioni ha ritenuto opportuno inviare alla Banca d'Italia un documento contenete i principali quesiti e dubbi interpretativi emersi nel corso degli incontri del gruppo di lavoro antiriciclaggio, sottolineando in modo particolare le difficoltà riscontrate negli anni dalle SGR nell'adempimento degli obblighi di adeguata verifica della clientela, soprattutto nelle ipotesi in cui le operazioni di sottoscrizione di fondi comuni di investimento siano poste in essere per il tramite di intermediari collocatori.

Altri temi oggetto di approfondimento sono stati l'individuazione del titolare effettivo, l'esecuzione da parte di terzi degli obblighi di adeguata verifica, nonché l'obbligo di astensione dall'esecuzione dell'operazione nel caso in cui i destinatari non siano in grado di rispettare gli obblighi di adeguata verifica della clientela.

A tale ultimo proposito, nel mese di luglio il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) ha pubblicato una circolare con la quale sono state fornite alcune precisazioni sull'ambito applicativo e sulle modalità operative idonee a dare attuazione all'articolo 23, commi 1 e 1-*bis* del decreto antiriciclaggio, relativi all'obbligo di astensione e alla restituzione delle somme nelle ipotesi in cui i destinatari della normativa non siano in grado di rispettare gli obblighi di adeguata verifica della clientela.

In particolare, la circolare del MEF ha chiarito che la procedura di astensione

dalle operazioni e la successiva restituzione delle somme debbano essere precedute da una fase di interlocuzione preliminare, durante la quale l'intermediario deve informare il cliente sulle conseguenze derivanti dall'impossibilita di completare l'adeguata verifica e accertare che sia possibile completare la raccolta o l'aggiornamento delle informazioni necessarie.

Tale procedura deve essere avviata nel momento in cui viene aperto il rapporto con il cliente o, nel caso di clientela già acquisita, al primo contatto utile. Nel caso di definitiva impossibilità di effettuare o completare l'adeguata verifica, il destinatario deve inviare al cliente una comunicazione con la quale renderà noto il blocco delle operazioni (obbligo di astensione), nonché la chiusura del rapporto e le modalità con le quali avverrà la restituzione delle somme. A tale proposito il cliente dovrà comunicare all'intermediario il conto corrente, o il conto titoli, presso il quale saranno trasferite le disponibilità di spettanza del cliente.

Su questo punto Assogestioni ha richiesto al Ministero di confermare che, in virtù delle caratteristiche del modello distributivo italiano, per la clientela indiretta non sussista l'obbligo in capo alle SGR di contattare direttamente il cliente, potendo utilizzare l'intermediazione del collocatore.

Inoltre sono stati richiesti chiarimenti in merito alla procedura di restituzione degli strumenti finanziari su un conto titoli indicato dal cliente stesso, al fine di assicurare alle società di gestione del risparmio una corretta applicazione delle disposizioni emanate dal MEF.

L'Archivio Unico Informatico: il Provvedimento della Banca d'Italia e le Linee Guida Assogestioni

Sonia Maffei e Francesco Lupi

Il 3 aprile 2013 la Banca d'Italia ha emanato il nuovo Provvedimento recante disposizioni attuative per la tenuta dell'archivio unico informatico e per le modalità semplificate di registrazione. Alla luce delle novità introdotte nelle procedure di registrazione Assogestioni ha richiesto all'Autorità alcuni chiarimenti al fine di agevolare l'attività delle società di gestione del risparmio.

Il Provvedimento AUI

A seguito alle modifiche normative che hanno interessato la normativa di rango primario in materia di antiriciclaggio e all'introduzione del Provvedimento di adeguata verifica della clientela, il 3 aprile 2013 la Banca d'Italia ha emanato le nuove disposizioni attuative per la tenuta dell'Archivio Unico Informatico e per le modalità semplificate di registrazione (di seguito, anche, il Provvedimento AUI).

L'AUI, la cui istituzione obbligatoria rappresenta una particolarità del solo sistema italiano, è lo strumento attraverso il quale vengono conservati, in modo accentrato, tutti i dati e le informazioni acquisite nell'adempimento degli obblighi di identificazione e registrazione, secondo i principi e le modalità contenute nel decreto 21 novembre 2007, n. 231 (di seguito, anche, il decreto antiriciclaggio).

Secondo quanto previsto nel decreto, i destinatari della disciplina antiriciclaggio devono acquisire i dati rilevanti per la registrazione ai fini di un possibile utilizzo per indagini su eventuali operazioni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo, o per analisi effettuate dall'Unità di Informazione Finanziaria (UIF) o da qualsiasi altra Autorità competente.

Il nuovo Provvedimento AUI, entrato in vigore il 1° gennaio 2014, non ha portato significative modificazioni nella struttura del processo di registrazione rispetto a quanto stabilito nella previgente normativa del 2009, evitando così di gravare in modo eccessivo sui destinatari degli obblighi antiriciclaggio, introducendo ulteriori oneri per l'implementazione di rinnovate procedure di registrazione.

Oltre a contenere le disposizioni di carattere generale sulle modalità e sui criteri di registrazione dei rapporti continuativi e delle operazioni, il Provvedimento presenta anche alcune indicazioni di carattere tecnico in merito alle causali analitiche da utilizzare con riferimento alle operazioni oggetto di registrazione, ai principali requisiti funzionali cui le procedure informatiche debbono ispirarsi (*standard* tecnici), nonché ai codici da impiegare per la registrazione nell'AUI.

Il Provvedimento introduce due modalità di registrazione in base alla tipologia di titolare effettivo

Anche in considerazione delle disposizioni contenute nel Provvedimento in materia di adeguata verifica della clientela, anch'esso emanato il 3 aprile 2013 dalla Banca d'Italia, sono state precisate le definizioni di cliente, esecutore e titolare effettivo, sono stati aggiornati i criteri di registrazione dei rapporti e delle operazioni e sono stati introdotti nuovi obblighi di registrazione nella gestione su base individuale di portafogli per conto terzi.

Una delle novità di maggior interesse per le società di gestione del risparmio è sicuramente rappresentata dalla specifica disposizione dedicata alle modalità di individuazione del titolare effettivo, in relazione al quale il Provvedimento AUI fornisce due diverse ipotesi di identificazione:

1. il titolare effettivo *sub* 1), individuato nella persona fisica per conto della quale il cliente pone in essere un'operazione;

2. il titolare effettivo *sub* 2), nel caso in cui il cliente e/o il soggetto per conto del quale il cliente realizza un'operazione siano entità diverse da una persona fisica. In quest'ultimo caso il titolare effettivo deve essere ricondotto alla persona fisica o alle persone fisiche che, in ultima istanza, possiedono o controllano l'entità, ovvero ne risultano beneficiarie secondo i parametri e le modalità di identificazione contenute nell'allegato tecnico al Provvedimento adeguata verifica.

Al verificarsi di una delle fattispecie sopra descritte, il Provvedimento AUI introduce due distinte modalità di registrazione, con le quali viene richiesta l'acquisi-

zione delle informazioni relative al titolare effettivo e, per il titolare *sub* 2), anche la registrazione dei legami tra il cliente e il titolare effettivo dell'operazione.

A tale proposito Assogestioni ha richiesto alla Banca d'Italia - sulla base delle riflessioni svolte all'interno del gruppo di lavoro antiriciclaggio - di confermare che, nel caso di sottoscrizione di quote di OICR (operazione occasionale), la registrazione dell'operazione da un lato e del legame tra cliente e titolare effettivo dall'altro possano essere limitate al solo caso in cui il titolare effettivo sia una persona giuridica.

Solo in questo ultimo caso, infatti, il titolare effettivo persona fisica sarà oggetto di una registrazione distinta e rappresentativa del legame. In questo modo – nel rispetto della necessità di registrare il titolare effettivo dell'operazione secondo quanto stabilito dalla normativa antiriciclaggio – è possibile evitare un eccessivo aggravio dei costi in capo alle SGR.

Le Linee Guida Assogestioni

Alla luce delle modifiche introdotte dal Provvedimento AUI, e in attesa di un chiarimento da parte della Banca d'Italia su alcune questioni di particolare interesse per le società di gestione, Assogestioni ha provveduto ad aggiornare e ampliare il contenuto delle Linee Guida sugli obblighi di registrazione e di corretta tenuta dell'archivio unico informatico.

Le Linee Guida - approvate dal Consiglio Direttivo dell'associazione nel corso del 2013 e che rappresentano un aggiornamento rispetto a quelle redatte nel 2010 e successivamente modificate nel 2012 - sono state elaborate all'interno del gruppo di lavoro antiriciclaggio dell'associazione e intendono fornire uno strumento di supporto alle società di gestione del risparmio.

In particolare, il contenuto delle Linee Guida mira a descrivere l'approccio adottato dagli operatori nella fase di predisposizione e implementazione dei sistemi operativi, sulla base delle disposizioni relative alla corretta registrazione delle informazioni AUI.

L'obiettivo delle Linee Guida, quindi, è di garantire uniformità e condivisione dei principi di applicazione delle disposizioni contenute nel Provvedimento AUI e di

fornire indicazioni tecniche di sostegno all'attività delle SGR nell'adempimento degli obblighi di registrazione.

A questo scopo, in ottemperanza a quanto statuito nel Provvedimento AUI, sono state richiamate ed esemplificate le principali fattispecie operative che interessano l'attività delle SGR rilevanti ai fini della registrazione nell'AUI e le relative regole di alimentazione dell'archivio stesso.

Budapest, Ungheria
Piazza degli Eroi

TASSAZIONE

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

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 variazioni 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. Il decreto, infatti, ha introdotto alcune norme che hanno dato 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. 47[1]. 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 e le fusioni transfrontaliere tra OICVM – al fine di promuovere l'operatività transfrontaliera delle società di gestione del risparmio. Peraltro, sotto l'aspetto fiscale,

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

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.

La normativa italiana fa riferimento allo Stato di istituzione dell'OICVM ai fini fiscali

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, pertanto, sui proventi conseguiti dai partecipanti si rende 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 saranno 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 - accumulati alla data del 30 giugno 2011 dagli OICVM italiani in applicazione della previgente normativa fiscale[2] - 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 o azioni siano collocate nel territorio dello Stato[3].

È evidente come questa previsione presupponga che la SGR italiana sia individuata quale sostituto d'imposta sui redditi derivanti dalla partecipazione a OICVM esteri dalla stessa istituiti e gestiti, le cui quote o azioni siano collocate in Italia. E infatti, come chiarito dall'Amministrazione finanziaria[4], 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, è da individuare come il "naturale" soggetto tenuto ad applicare le ritenute sui proventi derivanti dalla partecipazione all'organismo di investimento le cui quote o azioni siano collocate in Italia.

Al riguardo, si è dell'avviso che tale interpretazione prescinda dalla natura contrattuale o statutaria dell'organismo d'investimento (ossia fondo comune o SICAV) istituito e gestito in un altro Stato membro dalla SGR italiana in applicazione della normativa comunitaria. In buona sostanza, la SGR italiana è da considerare il "naturale" sostituto d'imposta tenuto ad applicare le ritenute sia sui proventi derivanti dalla partecipazione a un fondo comune avente natura contrattuale dalla stessa istituito e gestito in un altro Stato membro sia su quelli derivanti dalla partecipazione a una SICAV costituita in un altro Stato membro di cui la SGR italiana è "designata" per la gestione del proprio patrimonio ai sensi dell'art. 29 della direttiva UCITS IV[5].

---

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

[3] Cfr. art. 2, comma 71, del d.l. n. 225 del 2010.

[4] Cfr. circolare 4 giugno 2013, n. 19/E.

[5] In applicazione della suddetta disposizione, l'art. 43-*bis* del d.lgs. n. 58 del 1998 (TUF) disciplina, in via speculare, l'ipotesi di SICAV italiane che designano per la gestione del proprio patrimonio una SGR italiana ovvero una società di gestione armonizzata come definita dall'art. 1, comma 1, lett. o-*bis*), del TUF medesimo, ossia "*la società con sede legale e direzione generale in uno Stato membro diverso dall'Italia, autorizzata ai sensi della direttiva in materia di organismi di investimento collettivo, a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio*".

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 è consentita in tutti i casi in cui la SGR (o il soggetto incaricato del collocamento delle quote o azioni di fondi lussemburghesi storici) interviene come sostituto d'imposta nell'applicazione della ritenuta, 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 può essere effettuata dalle SGR italiane non solo nel caso di OICVM esteri dalle stesse istituiti e gestiti, e le cui quote o azioni siano collocate nel territorio dello Stato, ma anche nelle altre ipotesi in cui le SGR italiane, sempre in base ai chiarimenti forniti dall'Amministrazione finanziaria, intervengano come sostituti d'imposta ai fini dell'applicazione della ritenuta (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 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 la SGR estera operi in Italia in regime di libera prestazione di servizi, invece, 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 rappresentate fiscale) la relativa documentazione o, in mancanza, una dichiarazione sostitutiva nella quale attesti i predetti dati e informazioni.

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 "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 finanziaria[6] dovrebbero trattarsi di operazioni "neutrali" ai fini fiscali.

In Italia non è prevista una disciplina fiscale specifica in caso di fusione tra OICVM

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 previgente 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 membro[7].

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,

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

[7] Cfr. art. 2, comma 72, del d.l. n. 225 del 2010.

di conseguenza, deve essere ridotto per l'importo corrispondente al risparmio d'imposta risultante alla data di fusione.

Tuttavia, al fine di non penalizzare i partecipanti dell'OICVM italiano, è stato previsto il rilascio di un'apposita certificazione da parte della SGR (o della SICAV), 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.

L'imposta di bollo sulle comunicazioni relative a prodotti finanziari

Arianna Immacolato, Francesca Moretti

Le disposizioni in materia di imposta di bollo sulle comunicazioni relative a prodotti finanziari, introdotte con il decreto legge n. 201 del 2011 (c.d. "manovra Monti"), hanno ridefinito 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 d'investimento e le polizze di assicurazione del ramo vita.

L'imposta di bollo è dovuta in misura proporzionale differente a seconda dell'anno di riferimento

Il d.l. n. 201 del 2011 ha introdotto rilevanti modifiche alle disposizioni in materia di imposta di bollo dovuta sulle comunicazioni relative a prodotti finanziari[1]. Nello specifico, a seguito delle modifiche apportate dalla c.d. "*Legge di stabilità 2014*"[2], queste prevedono che 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, dell'1,5 per mille per il 2013 e del 2 per mille a partire dal 2014. L'imposta è determinata applicando queste aliquote sul complessivo valore di mercato o, in mancanza, sul valore nominale o di rimborso.

Tuttavia, limitatamente all'anno 2012, l'imposta era dovuta nella misura minima di 34,20 euro e nella misura massima di 1.200 euro. Per l'anno 2013, invece, l'imposta era dovuta nella misura minima di 34,20 euro e, per i clienti diversi dalle persone fisiche, nella misura massima di 4.500 euro. A decorrere dall'anno 2014, invece, è stata disposta l'abrogazione della misura minima di 34,20 euro

[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.

[2] Trattasi della legge n. 147 del 2013.

e prevista l'applicazione dell'imposta nella misura massima di 14.000 euro nel caso di clienti diversi dalle persone fisiche.

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

L'imposta di bollo di cui all'art. 13, comma 2-ter, della Tariffa 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; istituiti 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 comunicazioni 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 ai 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, questi sono 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 V[3], 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.

Le modalità di applicazione dell'imposta di bollo

L'imposta di bollo sulle comunicazioni periodiche alla clientela relative a prodotti finanziari, come già precisato sopra, è dovuta per ogni esemplare nella misura proporzionale del 2 per mille a partire dal 2014. A decorrere da tale data, è stata altresì disposta l'abrogazione della misura minima di 34,20 euro e prevista

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

l'applicazione dell'imposta nella misura massima di 14.000 euro nel caso di 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, è stato 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 ragguaglio dell'imposta al periodo rendicontato attiene anche alla misura massima di imposta di 14.000 euro, applicata 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. 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 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 (e le eventuali comunicazioni inviate dall'emittente – ossia la SGR – al medesimo investitore non rilevano ai fini dell'applicazione dell'imposta di bollo).

L'imposta è applicata sul valore di mercato o, in mancanza, sul valore nominale o di rimborso

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.

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 d.l. 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).

Lisbona, Portogallo
Quartiere Alfama

CORPORATE GOVERNANCE

La rappresentanza delle minoranze: *corporate governance* e attività delle SGR nel 2013

Massimo Menchini e Alessia Di Capua

Il ruolo sempre più attivo degli investitori istituzionali nella *governance* degli emittenti, a seguito dell'entrata in vigore delle nuove norme sulle modalità di partecipazione alle assemblee delle società quotate e sull'esercizio del diritto di voto, ha suscitato maggiore interesse nei confronti del sistema del voto di lista italiano da parte degli investitori esteri.
L'approvazione dei Principi italiani di *stewardship* dovrebbe ispirare alle *best practice* internazionali e incoraggiare la collaborazione tra le società di gestione e gli emittenti quotati in cui esse investono.

La *governance* delle società quotate in Italia

La *corporate governance* si conferma uno dei temi di maggiore rilievo, sia a livello nazionale sia a livello comunitario e internazionale. 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"), che hanno favorito l'esercizio anche transfrontaliero del diritto di voto, il meccanismo del voto di lista italiano sta suscitando maggiore interesse da parte degli esperti di *governance* su scala globale.

L'International Corporate Governance Network (ICGN) ha tenuto proprio in Italia, il 4-5 marzo 2013, la sua Conferenza annuale, ospitata da Borsa Italiana e organizzata in *partnership* con Assogestioni e Assonime. L'ICGN - un *network* internazionale che coinvolge circa 600 professionisti in oltre 50 paesi, attivi nel settore ai più alti livelli - ha la missione di elevare gli standard di *corporate governance* in tutto il mondo. Sono membri dell'ICGN la gran parte degli investitori istituzionali che operano in tutti i mercati di capitali e che rappresentano collet-

tivamente fondi di gestione del risparmio per un patrimonio complessivo di oltre 18 miliardi di dollari. Hanno partecipato alla Conferenza, tra gli altri, BlackRock, Fidelity, Hermes, Norges Bank, Natixis, Jupiter e Newton.

Il meccanismo di record date *mobile ha consentito ai* proxy advisor *di avere tutti i dati necessari nei termini utili*

La Conferenza di Milano ha rappresentato l'occasione per un approfondimento dei profili di stretta attualità e si è rivelata momento ideale per stringere nuovi e proficui contatti con i maggiori esperti. Tra i principali temi affrontati: l'*engagement* delle società e degli investitori, l'*Action Plan* della Commissione europea ("Diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili", 2012), l'investimento responsabile, la trasparenza e la responsabilità delle agenzie di *proxy voting*, nonché la diversità di genere nei *board*.

Un'intera sessione della Conferenza è stata riservata al sistema del voto di lista italiano e all'esercizio dei diritti degli azionisti, con particolare attenzione al contributo che svolgono gli investitori esteri.

La sessione dedicata all'Italia ha consentito di presentare al *network* internazionale le principali novità introdotte in fase di attuazione della DSHR. In primo luogo è stato evidenziato come la nuova disciplina permetta 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.

La previsione di un meccanismo di *record date* mobile per la legittimazione al deposito delle liste, il cui termine ultimo è venticinque giorni prima della prima convocazione dell'assemblea, ha consentito indubbiamente ai *proxy advisor* di avere tutti i dati necessari nei termini utili. Di conseguenza, gli investitori che utilizzano sistemi di *proxy voting* possono formulare adeguatamente il proprio voto prima di ogni assemblea, poiché sono informati correttamente e con sufficiente anticipo circa le liste presentate.
Il meccanismo di *record date* mobile ha agevolato altresì i soggetti presentatori, investitori istituzionali italiani ed esteri, poiché ha eliminato il blocco dei titoli in relazione alla determinazione della titolarità della partecipazione richiesta per il deposito stesso.

Hanno la medesima finalità di favorire l'attivismo degli investitori sia le norme che hanno anticipato la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea (al quarantesimo giorno precedente la data stabilita, in caso di elezione degli organi sociali) - gli azionisti, infatti, hanno comunque a disposizione almeno quindici giorni per depositare le liste di voto da quando hanno notizia della convocazione dell'assemblea - sia 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. E' evidente che anche 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*.

Infine, è stata segnalata tra le novità di rilievo la deroga introdotta all'articolo 2372 del Codice civile, che consente 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, indubbiamente, 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.

Lo schema di seguito illustra in sintesi le principali *dead line* che regolano l'andamento della stagione assembleare dall'attuazione della DSHR.

I Principi italiani di *stewardship*

Il Consiglio direttivo di Assogestioni, riunitosi il 1° ottobre 2013, ha approvato i Principi italiani di *stewardship* per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate. I Principi, allineati all'EFAMA *Code for External Governance*, sono rivolti alle società che prestano i servizi di gestione collettiva del risparmio o di gestione di portafogli. Tali Principi si riflettono indirettamente anche sulla condotta degli emittenti quotati e degli investitori istituzionali che affidano a terzi la gestione dei propri patrimoni.

Il documento, la cui finalità è di stimolare l'azionariato attivo, fornisce una serie di *best practice* a cui dovrebbero ispirarsi il confronto e la collaborazione tra le società di gestione e gli emittenti quotati in cui esse investono i patrimoni gestiti. L'adesione ai Principi da parte delle società di gestione rappresenterà un impegno esplicito ad avere una buona *governance* esterna.

Il Consiglio Direttivo non ha ritenuto di fissare un termine cogente entro il quale le società debbano procedere ad applicare i Principi, ma ha rinviato alla decisione di ciascuna società nel rispetto dei principi di proporzionalità e di progressività nell'adozione delle norme di autoregolamentazione. Ha tuttavia previsto un primo monitoraggio sullo stato di attuazione entro la fine del 2015.

L'*Induction session* per amministratori indipendenti e sindaci alla luce del Codice di Autodisciplina delle società quotate

Tra le principali novità introdotte nella nuova edizione del Codice di Autodisciplina delle società quotate del 2011, alla cui stesura ha partecipato anche Assogestioni, vi è la raccomandazione rivolta alle società quotate per sollecitarle a far partecipare amministratori e sindaci - successivamente alla nomina e durante il mandato - a iniziative finalizzate a fornire loro "un'adeguata conoscenza del settore di attività

in cui opera l'emittente, delle dinamiche aziendali e della loro evoluzione, nonché del quadro normativo di riferimento" (Art. 2.C.2).

Con l'intento di sostenere l'attuazione di tale raccomandazione, Assogestioni e Assonime hanno ritenuto opportuno farsi carico di ideare e organizzare un programma di formazione sui compiti e le responsabilità inerenti la carica di componenti di organi di amministrazione e controllo di società quotate, rivolto sia ai componenti degli organi di amministrazione e di controllo in carica sia a soggetti interessati a ricoprire ruoli analoghi. L'*Induction session* fornisce un percorso di alta formazione in materia di *corporate governance*, sia attraverso una panoramica sui sistemi e principi di amministrazione e controllo sia con specifici approfondimenti sulle responsabilità degli eletti, le operazioni con parti correlate, le remunerazioni, i rapporti con gli investitori e l'informativa societaria.

*L'*Induction session *fornisce un percorso di alta formazione in materia di* corporate governance

Le prime due sessioni di *Induction* si sono svolte a Milano e a Roma nel 2012, mentre sono state tenute altre cinque sessioni nel corso del 2013. Tra i partecipanti alle diverse edizioni dell'*Induction session* si annoverano la gran parte degli amministratori indipendenti e dei presidenti di collegi sindacali delle maggiori società quotate italiane.

La stagione assembleare 2013: il ruolo degli investitori istituzionali

Nella stagione assembleare 2013 si è confermato l'impegno dell'associazione nel tutelare i diritti degli azionisti, attraverso il costante supporto informativo e amministrativo sia al Comitato *corporate governance* (composto dai membri del Consiglio direttivo e dai rappresentanti delle società associate) nella promozione della diffusione della cultura della *corporate governance* tra gli operatori del mercato, sia al Comitato dei gestori, in occasione della presentazione delle liste per l'elezione degli amministratori e sindaci di minoranza nelle società quotate.

Il Comitato dei gestori - composto esclusivamente dai rappresentanti delle Sgr associate o di altri investitori istituzionali italiani o esteri, che comunicano di volta in volta la disponibilità a partecipare alla presentazione delle singole liste per l'elezione o la cooptazione di candidati di minoranza alle cariche sociali di società quotate italiane - ha ulteriormente promosso e intensificato 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. Il Comitato dei gestori ha preso in considerazione e presentato liste per l'elezione degli organi amministrativi o di controllo in 13 società tra quelle con maggiore capitalizzazione del mercato italiano.
In una società, invece, si è proceduto all'integrazione di un consigliere in assemblea su indicazione dei componenti del Comitato dei gestori. Infine, nel corso dell'anno in due società sono stati integrati alcuni componenti dei rispettivi consigli di amministrazione.

Al termine della stagione sono risultati eletti 12 consiglieri di amministrazione (oltre a 2 consiglieri cooptati su indicazione dei componenti del Comitato dei gestori), 2 consiglieri di sorveglianza, 7 presidenti di collegi sindacali e 2 sindaci effettivi, oltre a 9 sindaci supplenti. Poiché Fiat Industrial dall'ottobre 2013 è stata protagonista di una fusione per incorporazione con CNH Global, che ha dato vita alla società di diritto olandese CNF Industrial, il presidente del collegio sindacale ha cessato l'incarico a pochi mesi dall'elezione (mentre il consigliere di amministrazione, che era stato eletto nella scorsa stagione assembleare su proposta dei componenti del Comitato dei gestori, siede attualmente nel consiglio di amministrazione della nuova società estera).

Infine, nel novembre 2013, in seguito alla richiesta di revoca del consiglio di amministrazione rivolta da un socio a Telecom Italia, i componenti del Comitato dei gestori hanno depositato una lista di candidati per il rinnovo dell'organo di amministrazione nel caso di revoca dello stesso. Poiché nel corso dell'assemblea tenutasi a fine dicembre non si è infine proceduto alla revoca del consiglio di amministrazione, la lista non è stata votata.

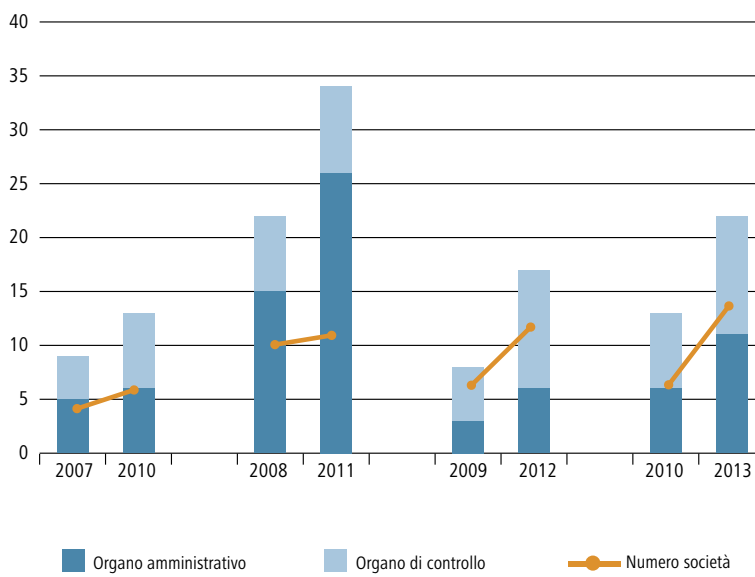
Tutti i nominativi proposti dai componenti del Comitato dei gestori rispettano i requisiti di indipendenza fissati dal Codice di Autodisciplina e gli ulteriori requisiti relativi ai limiti al cumulo degli incarichi previsti dai "Principi e regole per la selezione dei candidati alle cariche sociali in società quotate" (definiti dal Comitato *corporate governance*). Molti eletti hanno maturato significative esperienze internazionali e la loro età media si aggira attorno ai 52 anni. Il 45% dei candidati proposti ed eletti è di genere femminile ed è andato a ricoprire incarichi in sette tra le società a maggiore capitalizzazione.

La stagione assembleare 2013 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.

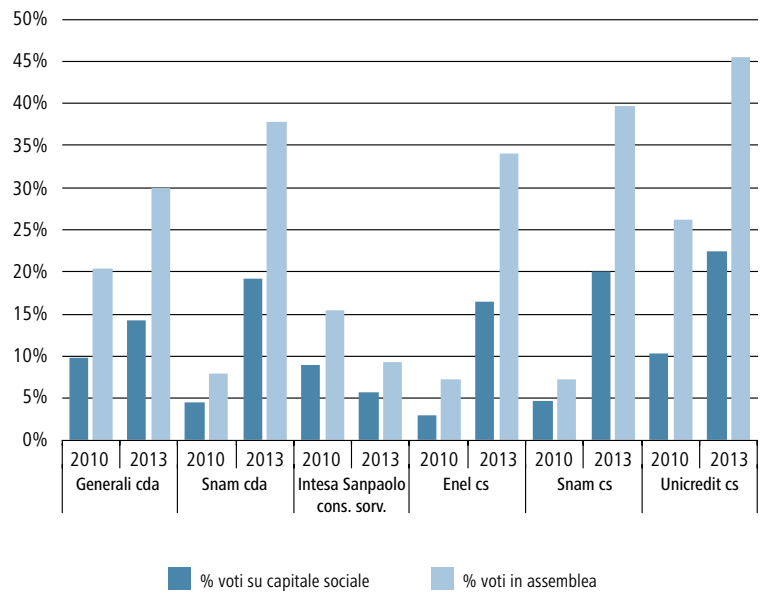
La **Figura 1** evidenzia come, a ogni triennio di rinnovo degli organi sociali delle medesime società (salvo eventuali rinnovi prematuri), sia aumentato il numero di candidati eletti dalle liste depositate dagli investitori istituzionali, sia per i consigli di amministrazione sia per i collegi sindacali. 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 (2010-2013).

Figura 1 - Riepilogo stagioni assembleari, anni 2007-2013



La **Figura 2**, invece, mostra i voti ottenuti dalle liste presentate dagli investitori istituzionali nel 2010 e nel 2013 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 2 - Voti in assemblea, anni 2010 e 2013



Stavanger, Norvegia
Case sulla spiaggia

FONDI IMMOBILIARI

I nuovi veicoli di investimento immobiliare: le SICAF e i fondi europei a lungo termine

Sonia Maffei e Simona Spiriti

La direttiva europea sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD) ha modificato profondamente la disciplina dell'attività di gestione collettiva del risparmio, anche attraverso l'introduzione di nuovi strumenti di investimento. Questo cambiamento rappresenta un'opportunità sia per gli investitori sia per gli operatori del settore, che oggi possono modulare la propria offerta di prodotti in modo più flessibile ed efficiente.
Dalle SICAF ai fondi d'investimento europei di lungo termine, passando per i fondi immobiliari istituiti in forma aperta, si riportano di seguito tutte le novità, presenti e future, conseguenti all'introduzione della AIFMD, in particolar modo rilevanti per i gestori di fondi comuni di investimento immobiliari.

L'entrata in vigore della direttiva europea sui gestori di fondi d'investimento alternativi (direttiva 2011/61/CE, di seguito, anche, AIFMD), e il conseguente processo di recepimento all'interno dell'ordinamento nazionale (ormai in fase di ultimazione) hanno costituito l'occasione per rivedere l'impianto normativo all'interno del quale si inserisce la gestione collettiva del risparmio, nonché per modificare e arricchire la gamma dei prodotti che possono essere offerti sul mercato.

Il recepimento della direttiva AIFM è stato l'occasione per arricchire la gamma di prodotti offerti

Il profondo cambiamento della disciplina rappresenta certamente un'opportunità per gli investitori, in quanto i prodotti risultano oggi maggiormente tutelanti, in particolar modo per gli investitori al dettaglio, e offrono possibilità di investimento altamente diversificate per gli investitori professionali, che hanno una maggiore conoscenza del mercato. Tuttavia, il processo di cambiamento rappresenta un'opportunità anche per gli operatori del settore del risparmio gestito, che oggi possono modulare la propria offerta di prodotti in modo più efficace rispetto alle esigenze del mercato e alle proprie eccellenze gestionali.

In particolare, importanti innovazioni riguardano le società di gestione che istituiscono e gestiscono fondi immobiliari: queste ultime, infatti, potranno utilizzare la loro *expertise* per ampliare la gamma dei prodotti, componendo un'offerta migliore, più flessibile e adattabile alle richieste del mercato e alla situazione economica contingente.

Un'opportunità di ampliamento e diversificazione dell'offerta, innanzitutto, è data dall'introduzione all'interno dell'ordinamento nazionale della SICAF, una struttura societaria a capitale fisso che affiancherà l'esistente veicolo di natura contrattuale nel novero dei fondi d'investimento alternativi italiani (FIA italiani).

La disciplina, proposta nello schema di decreto legislativo recante norme di attuazione della direttiva AIFM (di seguito, anche, lo schema di decreto), recependo i suggerimenti e le osservazioni veicolate da Assogestioni attraverso il documento conclusivo della Task Force AIFMD[1], rappresenta una valida opportunità per gli operatori del settore del risparmio gestito, permettendo di:

- risolvere le difficoltà di applicazione proprie di normative di derivazione comunitaria, concepite esclusivamente per strutture che rivestono la forma societaria;
- superare i problemi legati alla *governance* dei fondi chiusi, grazie alla coincidenza tra investitori e azionisti.

All'interno del quadro normativo delineato dalla AIFMD, poi, la Commissione europea ha avviato una serie di iniziative per la creazione di prodotti volti a soddisfare specifiche esigenze di finanziamento di particolari settori dell'economia. Tali iniziative hanno riguardato in particolare:

- l'emanazione di due regolamenti (nn. 345/2013 e 346/2013) che disciplinano rispettivamente i fondi europei per il *venture capital* (EuVECA, *European Venture Capital Funds*) e per l'imprenditoria sociale (EuSEF, *European Social Entrepreunership Funds*);
- la pubblicazione di una proposta di Regolamento per la creazione di fondi europei di investimento a lungo termine (di seguito, anche, gli ELTIFs).

---

[1] La Task force AIFMD è stata costituita nel 2012 all'interno di Assogestioni, con l'obiettivo di analizzare la direttiva AIFMD e i suoi impatti sull'operatività delle SGR italiane. L'attività della Task Force si è conclusa con l'invio alle Autorità competenti di un documento illustrativo di alcune proposte funzionali all'adeguamento dell'ordinamento nazionale alla legislazione comunitaria. Cfr. anche circolare Assogestioni del 27 novembre 2012, n.122.

Gli ELTIFs, in particolare, nascono con lo specifico intento di introdurre sul mercato un prodotto che sia in grado di porsi come valida alternativa al canale bancario nel finanziamento a lungo termine dell'economia. Per tale ragione, la proposta di regolamento sugli ELTIFs offre interessanti opportunità per gli operatori del risparmio gestito e, in particolare, per le società di gestione del risparmio che hanno sviluppato le proprie *expertise* nell'istituzione e gestione di fondi immobiliari. Anche gli ELTIFs, infatti, tra gli investimenti-obiettivo annoverano gli investimenti immobiliari e più in generale i progetti di lungo termine, dalle opere infrastrutturali al finanziamento delle piccole e medie imprese.

Si tratta di fondi che si inseriscono all'interno del quadro normativo sui gestori di fondi di investimento alternativi delineato dalla AIFMD, e per i quali sono previste al contempo specifiche regole di prodotto. Gli ELTIFs, in particolare, possono essere solamente fondi di diritto europeo (e quindi essere istituiti e gestiti da gestori di fondi d'investimento alternativi europei, autorizzati ai sensi della AIFMD), adottano la forma chiusa, possono investire il proprio patrimonio soltanto nelle attività specificatamente individuate dal regolamento e beneficiano di un passaporto europeo che ne consente la commercializzazione anche nei confronti di investitori al dettaglio (*retail*).

Nella proposta di regolamento, tuttavia, Assogestioni ha rilevato alcune criticità e ha avanzato alcune proposte di modifica, volte da un lato ad aumentarne l'attrattività verso i potenziali investitori e dall'altro a migliorare alcuni aspetti che potrebbero compromettere la capacità di questi strumenti di contribuire al finanziamento a lungo termine dell'economia reale europea.

Tra i maggiori profili di criticità si segnalano, in particolare:

- il regime autorizzatorio, ritenuto eccessivamente oneroso e ridondante, che prevede la necessità di una doppia autorizzazione in capo al fondo e al gestore, anche qualora quest'ultimo sia un GEFIA (gestore autorizzato a gestire fondi di investimento alternativi, ai sensi della AIFMD). A tale proposito, è stato proposto di inquadrare la domanda di autorizzazione del GEFIA alla gestione dell'ELTIF nella fattispecie di cui all'articolo 10 della direttiva AIFM, relativa al cambiamento della portata dell'autorizzazione del GEFIA;
- l'eccessiva rigidità nell'imposizione della forma chiusa, che non riconosce alcun diritto di rimborso antecedente alla scadenza del ciclo di vita dell'ELTIF. La previsione - originata dall'opinione che la natura di lungo termine delle attività in cui è investito il patrimonio degli ELTIFs non sia compatibile con il

riconoscimento di un diritto al rimborso anticipato - rischia di ridurre considerevolmente l'attrattività di questo prodotto per i potenziali investitori, in particolare per quelli *retail*. È stato proposto, pertanto, di mitigare questa impostazione, riconoscendo al gestore dell'ELTIF la facoltà di prevedere il diritto al rimborso anticipato stabilendo, all'interno del regolamento di gestione, le condizioni e la frequenza per l'esercizio di tale diritto, coerentemente con la politica d'investimento del fondo;

La direttiva AIFM ha ridefinito le tipologie di OICR e la distinzione tra fondi aperti e chiusi

- il criterio per l'individuazione degli investimenti a lungo termine, basato essenzialmente sull'assenza di quotazione. Tale criterio esclude dal novero degli investimenti ammissibili le piccole e medie imprese quotate, che dovrebbero invece rappresentare uno degli investimenti *core* degli ELTIFs. Un criterio di selezione degli investimenti ammissibili più efficace potrebbe essere individuato in una soglia di capitalizzazione massima dell'impresa oggetto d'investimento;
- l'impossibilità di investire, anche indirettamente, in attività ricomprese nel novero degli investimenti ammissibili. Al fine di accordare al gestore maggiore flessibilità nelle scelte d'investimento e nella gestione delle attività, è stato proposto di consentire l'investimento in *Special Purpose Vehicles* (SPV) e la partecipazione in fondi d'investimento alternativi che investano le proprie risorse prevalentemente in attività ammissibili per gli ELTIFs;
- il divieto di investire in attività nelle quali il gestore ha o assume un interesse diretto o indiretto, secondo modalità diverse dalla detenzione di azioni o quote dell'ELTIF che gestisce. Tale previsione si discosta da quanto stabilito dalla direttiva AIFM, che riconosce un regime improntato sul concetto di gestione del conflitto, piuttosto che sul divieto di effettuare l'investimento qualora si rilevi la sussistenza di un conflitto di interessi. Poiché il divieto imposto dalla proposta di regolamento risulta eccessivamente limitativo dell'autonomia decisionale del gestore, è stato proposto di considerare sufficiente la disciplina sui conflitti di interessi già prevista dalla AIFMD, o in alternativa di definire le tipologie di conflitti di interessi rilevanti, demandando all'ESMA il potere di emanare degli *standard* tecnici *ad hoc*.

Giova segnalare, infine, come il recepimento della AIFMD abbia comportato anche una ridefinizione delle tipologie di OICR e, in particolare, della distinzione tra fondi aperti e chiusi. Il Regolamento delegato della Commissione (in attesa di pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale), che definisce gli *standard* tecnici per la determinazione delle differenti tipologie di GEFIA, infatti, stabilisce che si considerano aperti i fondi le cui quote o azioni possono essere rimborsate prima

della fase di liquidazione, a richiesta del quotista o dell'azionista, con le modalità e la frequenza definite dal regolamento di gestione, dal prospetto e dai documenti di offerta.

Tale definizione, immediatamente applicabile nell'ordinamento nazionale e già recepita nello schema di decreto, comporta una profonda modifica nella classificazione dei prodotti, in particolare con riferimento ai fondi immobiliari i cui regolamenti prevedono la possibilità di chiedere il rimborso anticipato, con la medesima frequenza e in coincidenza con le nuove emissioni.

Il nuovo approccio introdotto dalla AIFMD potrebbe consentire, in futuro, l'istituzione in forma aperta di fondi immobiliari dedicati al pubblico *retail*. Una struttura di questo tipo, già auspicata da Assogestioni nel documento conclusivo della *Task Force* AIFMD, permetterebbe di rilanciare il segmento del mercato dei fondi comuni di investimento immobiliare.

Nel citato documento conclusivo della *Task Force*, peraltro, l'associazione ha ipotizzato la definizione di una serie di presidi volti a contemperare le esigenze degli investitori *retail* (ai quali, tipicamente, deve essere assicurata la possibilità di smobilizzare prontamente gli investimenti, senza incorrere in perdite consistenti) con la necessità di attenuare gli eventuali rischi in termini di stabilità patrimoniale e liquidità dei fondi.

In quest'ottica, Assogestioni ha proposto di prevedere specifiche regole di prodotto, relativamente ai seguenti profili:

- investimenti costituiti, in misura almeno pari al 51% del patrimonio, da beni immobili, diritti reali immobiliari, partecipazioni in società immobiliari e parti di altri OICR immobiliari, anche esteri;
- liquidità minima pari al 15%, da garantirsi almeno in corrispondenza delle finestre di rimborso;
- leva finanziaria massima pari al 35% del valore dei beni immobili;
- modalità e tempi di rimborso stabiliti dal regolamento di gestione del fondo. Il diritto al rimborso dovrebbe poter essere esercitato con frequenza almeno annuale, prevedendo specifiche soluzioni operative che permettano di far fronte, adeguatamente, a richieste di rimborso che eccedano il livello di liquidità esistente;
- valutazione dell'attivo 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, differenziate a seconda che la partecipazione superi, o meno, una determinata percentuale del patrimonio del fondo, da definire all'interno del regolamento di gestione dello stesso. L'individuazione delle classi di quote permetterebbe di assoggettare la dismissione delle partecipazioni più consistenti al rispetto di determinati vincoli, quali ad esempio: *lock-up periods*; obbligo di un preavviso minimo prima della dismissione, che consenta al fondo di dotarsi della liquidità necessaria per farvi fronte; divieto di dismettere, nella medesima finestra di rimborso, una partecipazione superiore alla percentuale di patrimonio individuata come discriminante delle classi di quote;
- previsione di una specifica disciplina per la gestione dei conflitti di interessi, da individuare e gestire all'interno di una specifica politica;
- *starting period* pari a 48 mesi dall'avvio dell'operatività del fondo;
- applicazione di misure per la protezione dell'investitore, attraverso la redazione e la messa a disposizione di un prospetto e di un KID (*Key Information Document*), al fine di 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 tassazione dei partecipanti a fondi immobiliari

Arianna Immacolato e 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, previsto 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 introdotto[1] 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%.

[1] Ai sensi dell'art. 32 del d.l. n. 78 del 2010, come modificato dall'art. 8, comma 9, del d.l. n. 70 del 2011.

Il regime di tassazione degli investitori istituzionali

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

- lo Stato italiano e gli enti pubblici italiani;
- gli organismi di investimento collettivo del risparmio;
- le forme di previdenza complementare e gli enti di previdenza obbligatoria;
- le imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche;
- gli intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale;
- i soggetti e i patrimoni indicati nelle precedenti lettere costituiti all'estero in Stati inclusi nella cosiddetta *white list*;
- gli enti privati residenti in Italia che perseguano finalità mutualistiche;
- i veicoli costituiti in forma societaria o contrattuale partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti indicati nelle precedenti lettere.

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 d.l. 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 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.

I proventi percepiti da fondi pensione e OICR esteri in white list *non sono soggetti a imposizione*

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)[2] e le perdite realizzate in 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

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

dall'investitore (regime della dichiarazione, del risparmio amministrato o del risparmio gestito). Se i 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 d.l. 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 superiore 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 d.l. 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, ha trovato 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.

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 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.

Sui redditi imputati per trasparenza non si applica la ritenuta del 20%

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 realizzi), 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 ordinarie, 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 d.l. 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 subita 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 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'im-

presa 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 tratti di investitori che risiedono in Stati con i quali sono in vigore convenzioni per evitare le doppie imposizioni sul reddito, resta ferma la possibilità di richiedere l'applicazione dell'eventuale minore aliquota convenzionale.

Parigi, Francia
Veduta mattutina sui tetti

FONDI PENSIONE

La revisione della direttiva IORP e la creazione di un mercato unico europeo per i prodotti pensionistici individuali

Sonia Maffei, Simona Spiriti

La crisi economica che ha colpito l'Europa negli ultimi anni, unita a un progressivo invecchiamento della popolazione, ha minato considerevolmente la sostenibilità e l'adeguatezza dei sistemi nazionali di previdenza pubblici. In tale contesto i sistemi di previdenza complementare sono chiamati a svolgere un ruolo sempre più centrale nel garantire ai lavoratori prestazioni pensionistiche adeguate.

I sistemi previdenziali, negli ultimi anni, sono stati al centro di un vivace dibattito a livello europeo. In particolare, si è assistito a un crescente interesse per il funzionamento e lo sviluppo dei sistemi di previdenza complementare, chiamati a svolgere un ruolo sempre più centrale nella formazione di pensioni adeguate e sostenibili.

Già nel febbraio del 2012, infatti, la Commissione europea - con la pubblicazione del "Libro Bianco: un'agenda dedicata a pensioni adeguate, sicure e sostenibili"[1] e partendo dall'idea che i regimi pensionistici attualmente in vigore nei Paesi dell'Unione non siano in grado di fronteggiare efficacemente i cambiamenti che ne hanno profondamente modificato il profilo economico e demografico - ha evidenziato come il risparmio destinato alle pensioni complementari sia chiamato a svolgere un ruolo di rilievo sempre maggiore nel garantire la futura adeguatezza delle pensioni.

La progressiva integrazione delle economie, peraltro, fa sì che le politiche e gli interventi attuati in questo campo debbano necessariamente essere coordinati a livello sovranazionale, individuando le problematiche comuni che i singoli Paesi devono affrontare e definendo obiettivi e strumenti utilizzabili per fronteggiarli.

[1] http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0055:FIN:IT:PDF

La revisione della direttiva IORP punta a uniformare le regole prudenziali di solvibilità e di contenimento del rischio

Tra gli interventi e le proposte avanzate in tema di previdenza complementare nel corso degli ultimi anni, in particolare, due sono destinate ad avere un impatto rilevante sul funzionamento e sullo sviluppo delle forme di previdenza complementare a livello nazionale: il processo di revisione della direttiva relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali (direttiva 2003/41/Ce, di seguito, anche, direttiva IORP)[2], che modifica la disciplina applicabile ai prodotti di secondo pilastro, e la proposta dell'EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali) per la creazione di un mercato unico europeo dei prodotti pensionistici individuali (*Personal Pension Products*, di seguito, anche, PPPs), destinata a modificare l'impianto normativo per i prodotti di terzo pilastro.

Il processo di revisione della direttiva IORP è stato avviato nel 2011, ma già dal 2008 era fortemente sentita l'esigenza di modificare la disciplina vigente e di prevedere, anche per le forme pensionistiche di secondo pilastro, regole prudenziali di solvibilità e di contenimento del rischio, modellate su quelle applicabili alle forme assicurative.

La nuova direttiva IORP dovrebbe essere portata a compimento entro la fine del 2014, definendo tra l'altro i criteri prudenziali di contenimento del rischio, i requisiti di *governance* e gli obblighi di trasparenza nei confronti degli aderenti, dei potenziali aderenti e dei beneficiari. La volontà di disciplinare questi aspetti a livello europeo mira a una definizione e applicazione di regole in modo omogeneo su tutto il territorio dell'Unione, facilitando la creazione e la distribuzione *cross-border* dei prodotti, aumentando la concorrenza e l'efficienza degli stessi e, soprattutto, garantendo maggiori presidi per la tutela degli aderenti.

Condividendo gli intenti della Commissione europea e dell'EIOPA, e nella convinzione che la definizione di regole omogenee a livello europeo, incentrate sulla necessità di garantire trasparenza e un giusto livello di protezione agli aderenti alla previdenza complementare sia un primo passo necessario per il rilancio della previdenza complementare a livello nazionale ed europeo, Assogestioni ha comunque ritenuto opportuno evidenziare alcune criticità dell'impostazione seguita dall'EIOPA, con particolare riferimento all'intenzione dell'Autorità di deri-

[2] http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:235:0010:0021:IT:PDF

vare i requisiti di solvibilità applicabili alle forme pensionistiche complementari, da quelli già previsti per i prodotti assicurativi.

In linea con quanto espresso anche da PensionsEurope, Assogestioni ha rappresentato nelle opportune sedi la necessità di tener conto delle specificità delle forme pensionistiche complementari. Queste ultime, infatti, a differenza dei prodotti assicurativi, sono influenzate a livello nazionale anche dalla regolamentazione e dalle leggi in tema di lavoro e politiche sociali, e il loro funzionamento è strettamente connesso al funzionamento del primo pilastro.

In questo senso, la piena armonizzazione dei requisiti quantitativi di solvibilità non dovrebbe essere oggetto di armonizzazione a livello europeo, bensì lasciata alla discrezionalità dei Paesi membri, tenendo conto del quadro normativo all'interno del quale si inseriscono questi prodotti. L'emanazione di normative europee di armonizzazione, piuttosto, dovrebbe avere l'obiettivo di incrementare la diffusione dei prodotti pensionistici di secondo pilastro e sostenere lo sviluppo di questo segmento di mercato, per aumentare il tasso di adesione, anche *cross border*, oggi ancora fermo a livelli piuttosto modesti[3].

È opportuno rilevare, inoltre, come le forme pensionistiche complementari abbiano un orizzonte temporale di lungo termine, coerentemente con l'obiettivo previdenziale dell'investimento. Tuttavia, proprio il valore delle attività a lungo termine, tendenzialmente illiquide, risulterebbe fortemente distorto a seguito dell'imposizione di requisiti di solvibilità modulati su quelli già previsti per il settore assicurativo, i quali prevedono che gli *asset* detenuti in portafoglio siano valutati sulla base del principio *marked-to-market*. In questo senso, la volontà di applicare i principi di solvibilità *Solvency* II alle forme pensionistiche sembra in controtendenza con la volontà, espressa dalla Commissione e testimoniata dalla pubblicazione della proposta di regolamento sugli ELTIFs[4], di coinvolgere sempre più attivamente le forme pensionistiche complementari nel finanziamento a lungo termine dell'economia reale.

Per quanto riguarda i prodotti di terzo pilastro, si segnala il *Discussion Paper* EIOPA sulla possibile creazione di un mercato unico europeo per i prodotti pen-

[3] A tale proposito, PensionsEurope ha stimato che, alla fine del 2013, solamente il 40% della popolazione europea era iscritto a una forma pensionistica complementare.
[4] Fondi Europei di investimento a lungo termine, *European Long Term Investment Funds*.

sionistici individuali[5], pubblicato nel maggio 2013, che trae origine dal Libro bianco della Commissione europea.

L'EIOPA ha l'obiettivo di migliorare l'efficienza dei prodotti pensionistici individuali a livello europeo

L'obiettivo dell'EIOPA, in linea con quanto già dichiarato dalla Commissione europea nel Libro bianco, è quello di migliorare l'efficienza dei prodotti pensionistici individuali, attraverso lo sfruttamento di economie di scala, la diversificazione del rischio e l'innovazione. Per raggiungere tali obiettivi, tuttavia, è necessaria la creazione di un mercato unico europeo per questi prodotti, attraverso la definizione di regole omogenee sia in relazione alla regolamentazione del prodotto sia con riferimento alle regole di trasparenza e di distribuzione.

Il *Discussion Paper* dell'EIOPA è stato sottoposto a un processo di pubblica consultazione, al fine di raccogliere contributi dal mercato e dai rappresentanti nazionali degli operatori nell'individuazione di possibili soluzioni operative per il miglioramento dell'efficienza del mercato e la diffusione dei prodotti previdenziali di terzo pilastro a livello europeo. Assogestioni ha dato il proprio contributo, sia inviando una propria risposta all'Autorità europea sia partecipando alla definizione del documento di risposta predisposto da EFAMA e da PensionsEurope.

Anche in questa sede l'associazione ha fermamente sostenuto la necessità di assicurare coerenza e coordinamento tra tutte le iniziative che hanno un impatto sul funzionamento e sulla regolamentazione dei prodotti di previdenza complementare. Ci si riferisce, in particolare, alla proposta di regolamento sui prodotti d'investimento strutturati (PRIPS, *Packaged Retail Investment Products*)[6], il cui ambito di applicazione oggi non è ancora chiaramente definito e che, qualora dovesse applicarsi ai prodotti pensionistici individuali, stabilirebbe anche per questi ultimi degli obblighi di trasparenza e comunicazione nei confronti degli aderenti, dei possibili aderenti e dei beneficiari, che andrebbero a duplicare o potrebbero addirittura porsi in contrasto con quanto in corso di definizione in sede EIOPA.

In conclusione, le iniziative avviate a livello europeo - e tutt'oggi in corso - sono altamente condivisibili, e si ripone molta fiducia nel potenziale beneficio economico e sociale che potrebbe derivare sia dalla revisione della direttiva IORP sia dalla

[5] Il *Dicussion Paper* e i contributi ricevuti a seguito del processo di consultazione, sono disponibili al seguente *link*: https://eiopa.europa.eu/consultations/consultation-papers/2013-closed-consultations/may-2013/discussion-paper-on-a-possible-eu-single-market-for-personal-pension-products/index.html

[6] http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/investment_products/index_en.htm

creazione di un mercato unico per i prodotti pensionistici individuali. Tuttavia, allo stesso tempo si ritiene di fondamentale importanza assicurare che i processi di cambiamento siano tra loro coerenti e coordinati, affinché tali iniziative si concretizzino in un effettivo miglioramento della sostenibilità, sicurezza e adeguatezza dei sistemi pensionistici e, conseguentemente, del benessere sociale.

Barcellona, Spagna
Porto nuovo

COMUNICAZIONE

Strategie e leve di comunicazione per il rilancio del settore

Jean-Luc Gatti

Nel corso del 2013 l'attività di Assogestioni si è intensificata anche nell'ambito della comunicazione. L'impegno dell'associazione per garantire un sostegno formativo e informativo concreto agli operatori del settore e ai risparmiatori, infatti, ha portato al lancio di nuove iniziative e strumenti, che - insieme all'ormai tradizionale appuntamento con il Salone del Risparmio - sono la dimostrazione della capacità del settore di attraversare la crisi senza smettere di guardare al futuro.

L'anno record del risparmio gestito italiano è motivo di soddisfazione per l'industria, ma anche la conferma che i fondi comuni svolgono un ruolo fondamentale per il sistema Paese. In questi anni di crisi finanziaria, infatti, l'industria del risparmio gestito ha contribuito a stabilizzare il mercato nei momenti di maggiore difficoltà, acquistando titoli di Stato italiani mentre la sfiducia era al culmine, senza tradire i risparmiatori che hanno apprezzato la maggior trasparenza offerta dai fondi comuni d'investimento.

Ma la strada da percorrere per avvicinare stabilmente gli italiani ai fondi comuni - e al risparmio gestito in generale - è ancora lunga. Infatti, anche se nel corso del 2013 i flussi di raccolta hanno evidenziato la tendenza degli italiani a riallocare le proprie risorse verso strumenti in grado di favorire una pianificazione di lungo periodo, è vero che la consapevolezza del ruolo che i fondi comuni possono giocare in questo senso non è ancora così profonda.

Durante la crisi il settore del risparmio gestito ha contribuito a stabilizzare il mercato

Concetti come la diversificazione del portafoglio sono sicuramente più diffusi e compresi anche dai risparmiatori *retail*, ma rimangono dei muri da abbattere. Gli ostacoli principali sono ancora oggi la naturale avversione al rischio degli italiani e la difficoltà che ancora molti risparmiatori dimostrano nel pensare a un investimento di lungo termine. Il valore e l'importanza della pianificazione non sono messi in discussione dagli investitori, ma non sempre questa consapevolezza si traduce in atteggiamenti concreti.

Per l'industria del risparmio gestito diventa quindi fondamentale seguire una strategia di comunicazione basata su tre direttrici: informazione, formazione ed educazione finanziaria. Ed è altrettanto importante rafforzare ancora di più l'immagine di un settore che in questi anni ha dimostrato di saper conquistare la fiducia dei risparmiatori, nonostante la crisi che ha colpito il mondo finanziario.

Direttrici e obiettivi che Assogestioni persegue da anni, e che anche nel 2013 sono stati oggetto di numerose iniziative che hanno messo al centro il risparmio e le famiglie. Su tutte spicca la quarta edizione del Salone del Risparmio, che si conferma il più importante evento italiano dedicato al risparmio gestito.

Organizzato da Assogestioni negli spazi dell'Università Bocconi di Milano, nel 2013 il Salone del Risparmio ha messo a confronto i professionisti del settore e gli esperti del mercato sul tema "Risparmio, motore dell'economia", registrando numeri in continua crescita: con 16.000 iscritti e oltre 12.000 visite tra operatori del settore, rappresentati delle istituzioni e giornalisti - che insieme rappresentano circa l'80% dei presenti – e a cui si aggiungono investitori privati e studenti. L'evento ha riunito ben 140 marchi e più di 100 espositori, che hanno organizzato oltre 100 conferenze e 30 ore di formazione.
Numeri importanti, che trovano una conferma nei primi dati relativi all'edizione 2014 del Salone del Risparmio. Al momento della pubblicazione di questo volume, infatti, il programma prevede già oltre 40 ore di formazione, mentre la presenza dei risparmiatori è attesa in forte crescita.

In un periodo d'incertezza economica internazionale, quindi, il successo del Salone del Risparmio racconta l'esigenza di una maggiore informazione, sia da parte dei professionisti (per approcciarsi al mercato e perfezionare le proprie *skill*) sia da parte degli investitori privati, che hanno l'esigenza di gestire i propri risparmi in modo più consapevole.
Da un sondaggio effettuato tra partecipanti e iscritti alla manifestazione[1], infatti, è emerso che più del 65% ritiene che valorizzare il portafoglio finanziario familiare e rendere più fluidi i canali che portano il risparmio all'investimento potrebbe dare un nuovo impulso all'economia.

Risparmio a lungo termine, previdenza complementare, tendenze globali del settore del risparmio gestito, innovazione normativa, educazione finanziaria

[1] Dati GFK Eurisko

per studenti e docenti, investimenti etici e finanza sostenibile: questi sono solo alcuni dei temi affrontati durante la tre giorni milanese e costantemente approfonditi da Assogestioni, non solo tramite il Salone del Risparmio.

Nel 2013 l'associazione si è impegnata molto per rendere l'informazione di settore ancora più fruibile, sia tra gli operatori sia tra i risparmiatori finali. Nel corso dell'anno, infatti, è proseguita l'intensa attività di diffusione della cultura finanziaria grazie alla realizzazione di "Focus Risparmio - Il Magazine del Salone", uno strumento di informazione dedicato al mondo del risparmio gestito e finalizzato a promuovere notizie e approfondimenti sul settore, sull'evento e sui suoi protagonisti lungo tutto l'arco dell'anno. Focus Risparmio è una testata trimestrale cartacea, distribuita a oltre 9000 operatori del settore in tutta Italia.

Il Salone del Risparmio 2013 ha riunito 140 società del settore e oltre 12.000 visitatori

Ma nel corso dell'anno è stata intesa anche l'attività finalizzata alla digitalizzazione della comunicazione e dell'informazione. Il sito di Assogestioni, rinnovato nel novembre del 2012, ha risposto alla rivoluzione che negli ultimi anni ha interessato il mondo della comunicazione, con l'introduzione di nuove tecnologie (banda larga, multimedialità, *social network*, *cloud computing*, *smartphone* e *tablet*) e nuove modalità di fruizione dell'informazione (schermi sempre più grandi, internet in mobilità, personalizzazione dell'informazione, partecipazione attiva e condivisione).

Il nuovo sito ha soprattutto permesso all'associazione di evidenziare al meglio tutti i nuovi contenuti proposti agli associati, agli operatori del settore ma anche al vasto pubblico che si avvicina, magari per la prima volta, al mondo del risparmio gestito. Questa trasformazione ha permesso al sito www.assogestioni.it di incrementare il numero di visite del 25% e ottenere un aumento del 30% dei visitatori unici.

Grazie a una struttura suddivisa in cinque grandi aree tematiche, il sito consente di restare aggiornati sulle novità dell'industria. Normativa, eventi, notizie, educazione finanziaria sono solo alcune delle voci che caratterizzano il nuovo sito Assogestioni, che già nella *homepage* offre una visione rapida ed efficace di tutte le più importanti novità.

Sempre nella logica di rispondere alle esigenze della "rivoluzione digitale", inoltre, nel corso del 2013 sono state introdotte altre due importanti novità: la nuova app di Assogestioni e il nuovo sito del Salone del Risparmio.

In particolare la nuova applicazione - completamente gratuita per iPhone, iPod Touch e iPad - è dedicata a tutti i professionisti del risparmio gestito e permette di rimanere costantemente aggiornati sulle novità dell'industria attraverso la voce dei suoi protagonisti, con articoli, comunicati stampa e interviste. Inoltre, con questo nuovo strumento, gli associati hanno la possibilità di avere rapido accesso alle circolari divulgate dall'associazione, che trattano le principali novità in materia di regolamentazione, normativa e fiscalità.

Rapidità e fruibilità sono anche le parole chiave che hanno accompagnato il rinnovo del sito del Salone del Risparmio. Non un semplice *restyling* grafico, ma un vero e proprio progetto di informazione, che si prefigge di accompagnare lungo il corso dell'anno tutti i player coinvolti nell'evento. Ottimizzato per la visualizzazione su tutti i dispositivi (fissi e mobili), il sito è supportato da una moderna piattaforma tecnologica, studiata *ad hoc* per rendere la registrazione e la partecipazione all'evento più immediate e *user friendly*, sia per le aziende sia per i singoli utenti, che potranno così gestire in totale autonomia la propria presenza alla manifestazione.

Focus in *homepage* sui temi caldi del risparmio gestito, approfondimenti sugli speaker di rilievo, una sezione video dove aziende e relatori potranno raccontarsi, una più facile consultazione del programma delle conferenze: la struttura del sito del Salone si rinnova totalmente, nell'ottica della semplificazione dei processi, dell'immediata reperibilità dei contenuti e della condivisione sempre più integrata sui *social network*.

E per il futuro? Con un'informazione sempre più veloce, diffusa e difficile da controllare Assogestioni continuerà a lavorare per favorire la comunicazione tra gli operatori e i risparmiatori, fornendo informazioni precise e puntuali sul settore attraverso strumenti sempre più efficaci e al passo con l'innovazione tecnologica. Il tutto con un obiettivo ben definito: rendere più chiari e fruibili i valori che caratterizzano da sempre l'industria della gestione del risparmio, che ha saputo dimostrare di essere un'eccellenza nel sistema Italia ma che non sempre ha la visibilità e l'attenzione che un settore così importante meriterebbe.

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 - 2013

Dati in milioni di euro

	Raccolta netta annua	Patrimonio gestito al 31/12/2013		Patrimonio promosso al 31/12/2013	
Industria del risparmio gestito					
TOTALE (*)	**62.554**	**1.332.436**	**100,0%**	**1.294.231**	**100,0%**
GESTIONI COLLETTIVE	**46.630**	**601.493**	**45,1%**	**577.332**	**44,6%**
Fondi aperti	46.515	558.294	41,9%	534.343	41,3%
Fondi aperti	47.894	549.681	41,3%	526.502	40,7%
Fondi riservati	280	2.443	0,2%	1.731	0,1%
Fondi hedge	-1.659	6.170	0,5%	6.110	0,5%
Fondi chiusi	115	43.199	3,2%	42.989	3,3%
Fondi immobiliari	74	42.416	3,2%	42.232	3,3%
Fondi mobiliari	41	783	0,1%	758	0,1%
GESTIONI DI PORTAFOGLIO	**15.924**	**730.943**	**54,9%**	**716.898**	**55,4%**
GPF retail	1.141	23.156	1,7%	23.029	1,8%
GPM retail	622	75.116	5,6%	74.502	5,8%
Gestioni di patrimoni previdenziali	4.704	62.547	4,7%	55.010	4,3%
Fondi pensione aperti	1.584	12.205	0,9%	9.658	0,7%
Fondi pensione negoziali	2.005	25.618	1,9%	24.819	1,9%
Fondi pensione preesistenti	185	4.616	0,3%	3.676	0,3%
Casse di previdenza	-17	1.271	0,1%	1.203	0,1%
Altre forme previdenziali	948	18.836	1,4%	15.654	1,2%
Gestioni di prodotti assicurativi	11.208	499.058	37,5%	494.088	38,2%
Unit linked	-1.119	58.458	4,4%	58.507	4,5%
Index linked	-2.226	3.400	0,3%	3.400	0,3%
Gestioni separate	14.322	403.447	30,3%	402.990	31,1%
Altri prodotti assicurativi	231	33.731	2,5%	29.170	2,3%
Prodotti assicurativi non classificati	0	20	0,0%	20	0,0%
Altre Gestioni	-1.751	71.067	5,3%	70.270	5,4%

Fondi aperti (dettaglio)					
TOTALE	**46.515**	**558.294**	**100,0%**	**534.343**	**100,0%**
FONDI DI LUNGO TERMINE	50.521	524.800	94,0%	505.318	94,6%
AZIONARI	5.436	120.598	21,6%	118.746	22,2%
BILANCIATI	6.653	29.416	5,3%	27.459	5,1%
OBBLIGAZIONARI	12.457	269.064	48,2%	253.346	47,4%
FLESSIBILI	27.633	99.552	17,8%	99.657	18,7%
HEDGE	-1.659	6.170	1,1%	6.110	1,1%
FONDI MONETARI	-1.874	29.110	5,2%	29.025	5,4%
NON CLASSIFICATI	-2.131	4.384	0,8%		0,0%
FONDI DI DIRITTO ITALIANO	10.721	167.227	30,0%	167.218	31,3%
FONDI DI DIRITTO ESTERO	35.795	391.066	70,0%	367.125	68,7%

(*) 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 - 2013**

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° Trim. 2013	2° Trim. 2013	3° Trim. 2013	4° Trim. 2013
AZIONARI	105.958	102.045	108.963	118.746
AZ. ITALIA	3.838	3.935	4.428	5.187
AZ. AREA EURO	4.618	4.553	5.045	5.732
AZ. EUROPA	19.088	18.869	21.358	24.642
AZ. AMERICA	17.809	17.383	18.161	19.457
AZ. PACIFICO	9.467	8.920	9.147	9.235
AZ. PAESI EMERGENTI	19.496	16.290	16.066	15.947
AZ. PAESE	6.863	6.585	7.059	7.475
AZ. INTERNAZIONALI	14.135	14.462	15.320	17.486
AZ. ENERGIA E M.P.	1.104	976	1.035	1.020
AZ. INDUSTRIA	94	85	98	123
AZ. BENI CONSUMO	474	545	573	672
AZ. SALUTE	699	872	1.076	1.140
AZ. FINANZA	1.020	1.019	1.054	1.063
AZ. INFORMATICA	780	779	784	799
AZ. SERV. TELECOM.	60	55	60	88
AZ. SERV. PUBBL. UT.	301	300	322	341
AZ. ALTRI SETTORI	3.701	3.779	4.064	4.650
AZ. ALTRE SPECIAL.	2.410	2.639	3.313	3.689
BILANCIATI	20.979	22.918	25.131	27.459
BILANCIATI AZIONARI	1.258	1.338	1.470	1.721
BILANCIATI	11.757	13.078	14.606	15.820
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	7.964	8.502	9.055	9.918
OBBLIGAZIONARI	240.332	244.097	244.690	253.346
OBBL. ITALIA	7.836	7.555	7.377	7.551
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	30.950	30.267	30.044	29.182
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	28.857	29.595	29.385	29.179
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	21.740	21.194	20.910	21.795
OBBL. EURO HIGH YIELD	4.011	4.265	4.803	6.198
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	611	572	529	534
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.378	1.336	1.259	1.103
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	712	750	725	714
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	2.137	2.007	2.180	2.307
OBBL. INT.LI GOV.	6.028	5.499	5.050	4.575
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	2.312	2.163	1.976	1.681
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	7.970	8.259	8.403	9.201
OBBL. YEN	383	340	339	307
OBBL. PAESI EMERGENTI	17.122	15.809	14.341	13.278
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	36.170	39.479	40.434	46.626
OBBL. MISTI	16.503	19.376	21.774	24.407
OBBL. FLESSIBILI	55.612	55.629	55.160	54.710
FONDI DI MERCATO MONETARIO	31.124	32.005	30.479	29.025
FONDI DI MERCATO MONETARIO EURO	29.683	30.128	28.587	27.118
FONDI DI MERCATO MONETARIO DOLLARO	993	1.369	1.463	1.486
FONDI DI MERCATO MONETARIO YEN	24	23	20	17
FONDI DI MERCATO MONETARIO ALTRE VALUTE	423	485	410	404
FLESSIBILI	75.945	83.602	91.421	99.657
FONDI HEDGE	7.021	6.206	6.038	6.110
TOTALE	481.357	490.872	506.722	534.343

Fondi aperti di diritto italiano ed estero - **Patrimonio promosso - 2013**

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

	1° Trim. 2013	2° Trim. 2013	3° Trim. 2013	4° Trim. 2013
AZIONARI	19.894	18.514	19.054	19.525
AZ. ITALIA	2.086	2.085	2.299	2.527
AZ. AREA EURO	1.101	1.016	1.053	1.102
AZ. EUROPA	5.437	5.154	5.385	5.622
AZ. AMERICA	2.476	2.404	2.447	2.489
AZ. PACIFICO	1.897	1.710	1.683	1.616
AZ. PAESI EMERGENTI	3.136	2.671	2.603	2.486
AZ. INTERNAZIONALI	3.241	2.977	3.094	3.184
AZ. ENERGIA E M.P.	93	88	84	82
AZ. SALUTE	83	84	83	87
AZ. FINANZA	61	59	60	61
AZ. INFORMATICA	177	169	164	172
AZ. ALTRI SETTORI	23	18	18	16
AZ. ALTRE SPECIAL.	82	78	80	81
BILANCIATI	6.817	6.635	6.805	7.176
BILANCIATI AZIONARI	162	223	224	231
BILANCIATI	3.828	3.648	3.682	3.784
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	2.828	2.764	2.898	3.160
OBBLIGAZIONARI	78.134	80.681	81.947	84.041
OBBL. ITALIA	6.127	6.013	5.982	6.143
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	20.405	19.561	19.091	18.174
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	7.223	7.142	6.845	6.509
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	2.656	2.585	2.933	2.904
OBBL. EURO HIGH YIELD	618	629	640	702
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	185	184	186	189
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	98	92	89	84
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	84	86	82	78
OBBL. INT.LI GOV.	1.940	1.836	1.641	1.493
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	394	374	329	305
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	784	892	899	924
OBBL. PAESI EMERGENTI	2.555	2.400	2.255	2.269
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	8.306	8.919	8.707	8.389
OBBL. MISTI	11.764	14.638	16.932	19.657
OBBL. FLESSIBILI	14.996	15.331	15.335	16.220
FONDI DI MERCATO MONETARIO	11.310	10.728	10.568	10.038
FONDI DI MERCATO MONETARIO EURO	11.310	10.728	10.568	10.038
FLESSIBILI	30.793	35.338	38.569	41.523
FONDI HEDGE	5.636	4.931	4.823	4.915
TOTALE	152.586	156.827	161.765	167.218

Fondi aperti di diritto italiano ed estero - **Patrimonio promosso - 2013**

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

	1° Trim. 2013	2° Trim. 2013	3° Trim. 2013	4° Trim. 2013
AZIONARI	86.063	83.531	89.909	99.221
AZ. ITALIA	1.752	1.850	2.129	2.660
AZ. AREA EURO	3.517	3.537	3.992	4.630
AZ. EUROPA	13.651	13.715	15.973	19.020
AZ. AMERICA	15.333	14.979	15.714	16.968
AZ. PACIFICO	7.570	7.209	7.464	7.619
AZ. PAESI EMERGENTI	16.360	13.619	13.463	13.461
AZ. PAESE	6.863	6.585	7.059	7.475
AZ. INTERNAZIONALI	10.894	11.484	12.225	14.302
AZ. ENERGIA E M.P.	1.012	888	950	938
AZ. INDUSTRIA	94	85	98	123
AZ. BENI CONSUMO	474	545	573	672
AZ. SALUTE	616	788	993	1.053
AZ. FINANZA	959	960	994	1.003
AZ. INFORMATICA	603	610	619	627
AZ. SERV. TELECOM.	60	55	60	88
AZ. SERV. PUBBL. UT.	301	300	322	341
AZ. ALTRI SETTORI	3.678	3.761	4.046	4.634
AZ. ALTRE SPECIAL.	2.328	2.560	3.234	3.607
BILANCIATI	14.162	16.283	18.326	20.284
BILANCIATI AZIONARI	1.097	1.115	1.245	1.490
BILANCIATI	7.929	9.430	10.924	12.036
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	5.136	5.738	6.157	6.758
OBBLIGAZIONARI	162.197	163.416	162.743	169.305
OBBL. ITALIA	1.709	1.542	1.395	1.407
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	10.545	10.706	10.953	11.008
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	21.635	22.454	22.540	22.670
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	19.083	18.609	17.978	18.891
OBBL. EURO HIGH YIELD	3.393	3.636	4.163	5.496
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	426	388	343	344
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.280	1.244	1.169	1.019
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	628	664	643	636
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	2.137	2.007	2.180	2.307
OBBL. INT.LI GOV.	4.089	3.664	3.409	3.082
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	1.918	1.789	1.647	1.377
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	7.186	7.368	7.504	8.277
OBBL. YEN	383	340	339	307
OBBL. PAESI EMERGENTI	14.568	13.409	12.086	11.009
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	27.864	30.560	31.727	38.236
OBBL. MISTI	4.739	4.738	4.842	4.749
OBBL. FLESSIBILI	40.616	40.299	39.825	38.490
FONDI DI MERCATO MONETARIO	19.813	21.277	19.911	18.987
FONDI DI MERCATO MONETARIO EURO	18.372	19.400	18.019	17.080
FONDI DI MERCATO MONETARIO DOLLARO	993	1.369	1.463	1.486
FONDI DI MERCATO MONETARIO YEN	24	23	20	17
FONDI DI MERCATO MONETARIO ALTRE VALUTE	423	485	410	404
FLESSIBILI	45.152	48.264	52.852	58.134
FONDI HEDGE	1.385	1.275	1.216	1.195
TOTALE	328.772	334.045	344.957	367.125

Fondi aperti di diritto italiano ed estero - **Raccolta netta (promosso) - 2013**

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° Trim. 2013	2° Trim. 2013	3° Trim. 2013	4° Trim. 2013	Totale
AZIONARI	521	- 832	2.188	2.999	4.877
AZ. ITALIA	71	- 9	- 20	96	138
AZ. AREA EURO	- 108	- 57	60	269	164
AZ. EUROPA	- 151	5	979	1.931	2.764
AZ. AMERICA	- 310	- 420	248	- 73	- 555
AZ. PACIFICO	7	- 64	- 13	- 56	- 125
AZ. PAESI EMERGENTI	189	- 1.204	- 464	- 413	- 1.893
AZ. PAESE	105	6	238	- 86	263
AZ. INTERNAZIONALI	225	344	368	566	1.503
AZ. ENERGIA E M.P.	- 83	- 35	- 2	- 42	- 163
AZ. INDUSTRIA	- 9	- 5	8	20	14
AZ. BENI CONSUMO	68	15	- 11	54	127
AZ. SALUTE	57	145	111	61	374
AZ. FINANZA	50	- 30	- 21	- 22	- 23
AZ. INFORMATICA	- 17	6	- 42	- 1	- 54
AZ. SERV. TELECOM.	0	- 6	- 2	3	- 5
AZ. SERV. PUBBL. UT.	- 15	17	10	- 1	11
AZ. ALTRI SETTORI	105	179	124	331	739
AZ. ALTRE SPECIAL.	337	282	617	362	1.598
BILANCIATI	1.281	2.440	1.559	1.603	6.884
BILANCIATI AZIONARI	- 13	48	78	186	299
BILANCIATI	1.015	1.653	1.097	771	4.536
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	278	740	384	647	2.049
OBBLIGAZIONARI	5.772	7.659	- 490	- 114	12.827
OBBL. ITALIA	- 626	- 333	- 231	- 18	- 1.208
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	- 1.102	- 607	- 31	- 781	- 2.521
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	- 409	940	- 440	- 605	- 514
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	- 846	- 529	- 849	- 641	- 2.866
OBBL. EURO HIGH YIELD	232	337	401	1.092	2.062
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	- 33	134	- 26	14	90
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	- 54	22	- 50	- 135	- 217
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	- 36	62	- 18	9	16
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	182	77	88	96	443
OBBL. INT.LI GOV.	- 219	- 313	- 356	- 320	- 1.209
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	- 39	- 73	- 176	- 292	- 579
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	2.056	573	115	594	3.338
OBBL. YEN	- 48	- 26	- 3	- 21	- 98
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.704	- 162	- 1.082	- 1.021	- 560
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	2.331	3.384	803	1.564	8.083
OBBL. MISTI	1.623	3.310	2.268	2.284	9.484
OBBL. FLESSIBILI	1.056	863	- 905	- 1.932	- 918
FONDI DI MERCATO MONETARIO	- 94	1.098	- 1.497	- 1.417	- 1.910
FONDI DI MERCATO MONETARIO EURO	34	642	- 1.579	- 1.477	- 2.380
FONDI DI MERCATO MONETARIO DOLLARO	- 33	385	147	38	537
FONDI DI MERCATO MONETARIO YEN	- 8	- 0	- 2	- 1	- 11
FONDI DI MERCATO MONETARIO ALTRE VALUTE	- 87	71	- 63	24	- 55
FLESSIBILI	7.339	8.477	5.908	5.569	27.293
FONDI HEDGE	- 522	- 751	- 140	- 113	- 1.526
TOTALE	14.297	18.091	7.529	8.528	48.446

Fondi aperti di diritto italiano ed estero - **Raccolta netta (promosso) - 2013**

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

	1° Trim. 2013	2° Trim. 2013	3° Trim. 2013	4° Trim. 2013	Totale
AZIONARI	- 670	- 916	- 503	- 544	- 2.632
AZ. ITALIA	- 91	- 54	- 48	- 2	- 195
AZ. AREA EURO	- 48	- 67	- 62	- 27	- 205
AZ. EUROPA	- 255	- 231	- 208	- 106	- 800
AZ. AMERICA	- 14	- 90	1	- 128	- 231
AZ. PACIFICO	- 74	- 100	- 64	- 70	- 308
AZ. PAESI EMERGENTI	- 80	- 158	- 101	- 122	- 460
AZ. INTERNAZIONALI	- 91	- 195	2	- 71	- 355
AZ. ENERGIA E M.P.	- 5	- 0	- 9	- 5	- 18
AZ. SALUTE	4	- 1	- 1	- 1	2
AZ. FINANZA	- 2	- 3	- 1	- 2	- 8
AZ. INFORMATICA	- 11	- 10	- 8	- 6	- 35
AZ. ALTRI SETTORI	- 2	- 3	- 1	- 2	- 8
AZ. ALTRE SPECIAL.	- 3	- 3	- 2	- 3	- 11
BILANCIATI	- 233	- 187	- 21	184	- 257
BILANCIATI AZIONARI	- 6	- 8	- 4	- 2	- 20
BILANCIATI	- 181	- 142	- 81	- 16	- 419
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	- 46	- 38	64	202	183
OBBLIGAZIONARI	1.155	2.834	842	1.027	5.857
OBBL. ITALIA	- 338	- 160	- 65	73	- 490
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	- 998	- 513	- 233	- 820	- 2.563
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	- 158	- 71	- 336	- 377	- 942
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	- 97	- 78	- 2	- 72	- 248
OBBL. EURO HIGH YIELD	- 12	- 14	- 12	35	- 4
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	- 8	1	10	8	11
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	- 0	- 3	1	- 3	- 5
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	- 0	6	0	- 4	2
OBBL. INT.LI GOV.	- 66	- 21	- 163	- 107	- 357
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	- 1	- 8	- 48	- 28	- 86
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	65	129	5	3	202
OBBL. PAESI EMERGENTI	56	- 12	- 136	- 141	- 233
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	- 54	163	- 262	18	- 136
OBBL. MISTI	1.201	3.026	2.107	2.382	8.717
OBBL. FLESSIBILI	1.565	389	- 23	60	1.991
FONDI DI MERCATO MONETARIO	- 382	- 593	- 181	- 541	- 1.697
FONDI DI MERCATO MONETARIO EURO	- 382	- 593	- 181	- 541	- 1.697
FLESSIBILI	2.423	4.800	2.438	1.631	11.293
FONDI HEDGE	- 479	- 617	- 94	- 72	- 1.262
TOTALE	1.814	5.322	2.482	1.685	11.303

Fondi aperti di diritto italiano ed estero - **Raccolta netta (promosso) - 2013**

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

	1° Trim. 2013	2° Trim. 2013	3° Trim. 2013	4° Trim. 2013	Totale
AZIONARI	1.191	84	2.691	3.543	7.509
AZ. ITALIA	161	45	29	97	333
AZ. AREA EURO	- 59	10	122	296	369
AZ. EUROPA	104	235	1.187	2.037	3.564
AZ. AMERICA	- 296	- 330	247	56	- 324
AZ. PACIFICO	81	36	52	14	183
AZ. PAESI EMERGENTI	269	- 1.047	- 363	- 292	- 1.433
AZ. PAESE	105	6	238	- 86	263
AZ. INTERNAZIONALI	315	540	366	637	1.858
AZ. ENERGIA E M.P.	- 78	- 35	6	- 37	- 145
AZ. INDUSTRIA	- 9	- 5	8	20	14
AZ. BENI CONSUMO	68	15	- 11	54	127
AZ. SALUTE	53	145	113	61	372
AZ. FINANZA	52	- 27	- 20	- 19	- 14
AZ. INFORMATICA	- 6	16	- 34	5	- 19
AZ. SERV. TELECOM.	0	- 6	- 2	3	- 5
AZ. SERV. PUBBL. UT.	- 15	17	10	- 1	11
AZ. ALTRI SETTORI	107	182	125	333	747
AZ. ALTRE SPECIAL.	340	285	619	365	1.609
BILANCIATI	1.514	2.628	1.580	1.419	7.141
BILANCIATI AZIONARI	- 6	56	82	188	320
BILANCIATI	1.196	1.794	1.178	787	4.955
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	324	778	320	445	1.866
OBBLIGAZIONARI	4.617	4.825	- 1.331	- 1.141	6.970
OBBL. ITALIA	- 288	- 174	- 166	- 90	- 718
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	- 104	- 94	202	38	42
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	- 251	1.011	- 104	- 227	428
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	- 749	- 451	- 847	- 570	- 2.617
OBBL. EURO HIGH YIELD	244	351	414	1.057	2.066
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	- 25	133	- 35	6	79
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	- 54	25	- 50	- 133	- 212
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	- 36	56	- 18	12	14
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	182	77	88	96	443
OBBL. INT.LI GOV.	- 153	- 293	- 193	- 213	- 852
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	- 38	- 64	- 127	- 263	- 493
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	1.992	444	110	591	3.136
OBBL. YEN	- 48	- 26	- 3	- 21	- 98
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.648	- 150	- 945	- 880	- 327
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	2.386	3.221	1.066	1.546	8.219
OBBL. MISTI	421	284	161	- 98	768
OBBL. FLESSIBILI	- 509	474	- 882	- 1.992	- 2.908
FONDI DI MERCATO MONETARIO	288	1.691	- 1.316	- 876	- 213
FONDI DI MERCATO MONETARIO EURO	416	1.235	- 1.398	- 936	- 684
FONDI DI MERCATO MONETARIO DOLLARO	- 33	385	147	38	537
FONDI DI MERCATO MONETARIO YEN	- 8	- 0	- 2	- 1	- 11
FONDI DI MERCATO MONETARIO ALTRE VALUTE	- 87	71	- 63	24	- 55
FLESSIBILI	4.916	3.677	3.470	3.938	16.001
FONDI HEDGE	- 43	- 134	- 46	- 41	- 264
TOTALE	12.483	12.769	5.047	6.843	37.143

Fondi aperti di diritto italiano ed estero - **Patrimonio gestito (*) - 2013**

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

	1° Trim. 2013	2° Trim. 2013	3° Trim. 2013	4° Trim. 2013
FONDI DI DIRITTO ITALIANO	153.149	156.870	161.798	167.227
AZIONARI	19.934	18.514	19.054	19.525
BILANCIATI	6.944	6.759	6.927	7.296
OBBLIGAZIONARI	78.012	80.544	81.806	83.993
MONETARI	11.310	10.728	10.568	10.038
FLESSIBILI	30.662	35.215	38.450	41.409
HEDGE	5.697	4.985	4.863	4.831
NON CLASSIFICATO	590	125	131	135
FONDI DI DIRITTO ESTERO	353.576	360.253	371.100	391.066
AZIONARI	87.419	85.159	91.600	101.073
BILANCIATI	15.858	18.271	20.215	22.120
OBBLIGAZIONARI	178.298	179.847	178.987	185.071
MONETARI	19.909	21.367	20.000	19.072
FLESSIBILI	45.199	48.178	52.817	58.143
HEDGE	1.509	1.407	1.350	1.339
NON CLASSIFICATO	5.384	6.025	6.132	4.248
TOTALE	506.725	517.123	532.898	558.294

(*) 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	366.843	5.254	2.139	374.235	121.869	0	612	122.481	488.712	5.254	2.751	**496.717**
Dicembre 2003	386.568	5.405	5.269	397.242	148.743	0	2.320	151.063	535.311	5.405	7.589	**548.305**
Dicembre 2004	370.669	7.471	10.732	388.871	177.691	0	3.343	181.034	548.360	7.471	14.075	**569.905**
Dicembre 2005	376.161	9.480	16.059	401.700	234.967	0	3.708	238.675	611.128	9.480	19.767	**640.375**
Dicembre 2006	338.675	9.121	22.488	370.284	280.275	0	5.820	286.094	618.950	9.121	28.307	**656.379**
Dicembre 2007	290.141	2.885	29.316	322.342	283.337	5.600	7.039	295.976	573.478	8.485	36.355	**618.318**
Dicembre 2008	195.746	1.808	16.499	214.053	176.018	7.788	4.798	188.605	371.765	9.596	21.297	**402.658**
Dicembre 2009	201.805	1.306	11.482	214.593	214.220	1.860	4.577	220.658	416.025	3.166	16.059	**435.250**
Dicembre 2010	182.902	843	10.070	193.815	261.740	1.884	2.616	266.239	444.642	2.727	12.686	**460.055**
Dicembre 2011	144.584	788	7.504	152.876	257.569	914	1.826	260.309	402.153	1.702	9.330	**413.185**
Dicembre 2012	142.123	732	5.499	148.354	305.037	19	1.405	306.461	447.160	751	6.904	**454.815**
Dicembre 2013	161.091	1.212	4.915	167.218	365.411	519	1.195	367.125	526.502	1.731	6.110	**534.343**

*I 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 cosiddetti "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	0	178	5.223	-7.774	441	1.573	**-5.760**
2003	7.704	-33	3.028	10.699	18.352	0	501	18.853	26.056	-33	3.529	**29.552**
2004	-26.271	1.766	5.098	-19.407	19.383	0	822	20.205	-6.888	1.766	5.920	**798**
2005	-15.824	1.592	4.347	-9.885	31.096	0	120	31.215	15.272	1.592	4.466	**21.330**
2006	-46.996	-748	5.250	-42.494	32.184	0	915	33.100	-14.812	-748	6.166	**-9.394**
2007	-51.613	-6.426	5.179	-52.860	-5.598	5.437	611	450	-57.211	-990	5.790	**-52.410**
2008	-74.326	-940	-7.635	-82.901	-62.509	2.565	-806	-60.750	-136.835	1.625	-8.441	**-143.651**
2009	-7.159	-567	-5.131	-12.857	12.532	64	-344	12.252	5.373	-503	-5.475	**-605**
2010	-22.731	-447	-1.484	-24.662	30.965	-54	-479	30.433	8.235	-501	-1.962	**5.771**
2011	-32.926	-60	-1.505	-34.492	2.731	-970	-616	1.146	-30.195	-1.030	-2.121	**-33.346**
2012	-11.556	-90	-2.146	-13.793	15.080	-457	-441	14.182	3.524	-547	-2.587	**389**
2013	12.076	489	-1.262	11.303	36.916	492	-264	37.143	48.992	980	-1.526	**48.446**

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

^ I dati sui fondi *Roundtrip* si riferiscono alla raccolta dei soli sottoscrittori "italiani" fino al 1/1/2005, mentre dopo il 1/1/2005 alla raccolta complessiva. Fino al 1998 dati dei soli fondi c.d. "lussemburghesi storici". I dati sui 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						
	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**	**Totale**
Dicembre 2003	529.485	3.118	**532.603**	93.846	49.041	10.659	151.592	42.440	**347.579**	**880.181**
Dicembre 2004	551.227	12.062	**563.289**	96.743	58.101	12.201	161.082	63.676	**391.803**	**955.093**
Dicembre 2005	630.973	17.389	**648.362**	114.066	78.364	15.357	190.199	67.938	**465.924**	**1.114.285**
Dicembre 2006	647.586	24.001	**671.587**	114.178	87.148	17.859	196.572	92.204	**507.963**	**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	35.766	**434.135**	36.535	71.927	26.426	202.036	70.443	**407.366**	**841.502**
Dicembre 2009	438.180	38.359	**476.539**	33.569	78.129	30.282	258.317	72.858	**473.155**	**949.694**
Dicembre 2010	460.454	40.890	**501.344**	35.901	85.313	32.853	281.628	69.759	**505.454**	**1.006.799**
Dicembre 2011	418.968	42.506	**461.474**	28.802	71.601	38.297	267.762	69.651	**476.113**	**937.588**
Dicembre 2012	481.898	43.006	**524.905**	24.160	68.654	48.646	466.184	61.966	**669.610**	**1.194.514**
Dicembre 2013	558.294	43.199	**601.493**	23.156	75.116	62.547	499.058	71.067	**730.943**	**1.332.436**

(*) 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						
	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**	**Totale**
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	21.330	162	**21.493**	8.187	4.891	1.693	13.057	2.819	**30.647**	**52.139**
2006	-9.394	829	**-8.565**	525	-86	1.407	2.745	22.559	**27.149**	**18.584**
2007	-52.410	317	**-52.094**	-15.567	-3.945	1.452	-8.337	-810	**-27.207**	**-79.301**
2008	-143.651	1.793	**-141.858**	-33.859	-12.937	4.386	-11.840	-3.735	**-57.985**	**-199.843**
2009	-605	657	**52**	-6.766	3.183	2.259	33.020	3.285	**34.982**	**35.034**
2010	5.771	1.634	**7.404**	-500	3.861	792	16.434	-2.005	**18.581**	**25.986**
2011	-33.346	2.402	**-30.943**	-5.528	-4.478	2.776	1.078	-3.742	**-9.895**	**-40.838**
2012	1.345	1.450	**2.795**	-2.835	-3.969	3.506	-1.886	-9.291	**-14.476**	**-11.681**
2013	46.516	115	**46.631**	1.141	622	4.704	11.208	-1.751	**15.924**	**62.556**

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