



2010 factbook



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

**GUIDA ITALIANA  
AL RISPARMIO GESTITO**



ASSOGESTIONI

---

associazione del risparmio gestito

factbook 2010

**GUIDA ITALIANA  
AL RISPARMIO GESTITO**

Dai ghiacciai al Mediterraneo, dalle città di Londra, Parigi e Berlino ai piccoli Paesi ricchi di storia e tradizione: l'edizione 2010 del Fact Book rende omaggio, attraverso le immagini contenute nel volume, all'Europa e alla ricchezza dei suoi paesaggi, festeggiando i 60 anni dalla nascita dell'Europa Comunitaria. Era infatti il 9 maggio del 1950 quando Robert Schuman, Ministro francese degli Affari Esteri, presentò la dichiarazione che pose le condizioni per la futura integrazione degli Stati Europei.

Progetto grafico e impaginazione: Oliviero Fiori

Stampato a Milano nel dicembre 2010

Stampa: MyStampa.it

Il Fact Book 2010 è stampato su carta ecologica Fedrigoni Freelifa, certificata da Ecolabel e FSC (Forest Stewardship Council)

## Sommario

<i>Premessa</i>	7
<i>Assogestioni: l'associazione italiana dei gestori del risparmio</i>	10
<i>L'associazione e i suoi associati</i>	
<i>Scopi dell'associazione</i>	
<i>Attività a favore degli associati</i>	
<b>Scenario di mercato</b>	
L'andamento dell'industria del risparmio gestito nel 2009	17
Il settore del risparmio gestito in Europa	27
Le linee guida per la standardizzazione dei processi operativi per la gestione degli ordini	33
<b>Evoluzione normativa</b>	
Il processo di adozione e le principali novità della disciplina UCITS IV	41
L'attuazione della disciplina MiFID	47
Che cosa cambia nella gestione collettiva del risparmio con l'applicazione della direttiva <i>Eligible Assets</i>	53
La direttiva AIFM e le nuove regole per i gestori di fondi alternativi	59
SGR più autonome per tutelare meglio il risparmio	65
Il nuovo sistema europeo di vigilanza sui servizi finanziari	71
<b>Previdenza integrativa</b>	
Previdenza complementare, rivedere il quadro normativo per impostare il bilancio	77
<b>Fondi immobiliari</b>	
Fondi immobiliari: il nuovo quadro normativo	85
Gli esperti indipendenti nella valutazione degli immobili	91

*Corporate governance*

L'attività di *corporate governance* e la tutela delle minoranze nel 2009 101

**Comunicazione**

Il ruolo della comunicazione nel rilancio del risparmio gestito 109

Appendice 1: dati e tavole statistiche 115

Appendice 2: glossario dei termini principali 143

## Premessa

L'edizione 2010 del Fact Book consegna al lettore l'immagine di un'industria in profonda trasformazione. Dopo il 2008 – l'anno più difficile per il settore del risparmio gestito italiano, coinciso con la peggiore crisi finanziaria degli ultimi otto decenni - il settore ha mostrato finalmente alcuni decisi segnali di ripresa.

Nel corso del 2009, infatti, si è assistito prima a un rallentamento dei riscatti e poi a una positiva inversione di tendenza, che ha interrotto un periodo di deflussi durato quasi ininterrottamente dal 2007. L'industria è tornata così a crescere sia in termini di raccolta, positiva per 35 miliardi di euro, sia in termini di patrimonio, che si è riportato vicino ai mille miliardi di euro.

I flussi dei fondi di investimento hanno continuato a premiare i prodotti di diritto estero rispetto a quelli italiani, con il risultato che a fine 2009 - per la prima volta nella storia del risparmio gestito italiano - si è verificato il sorpasso sul fronte degli asset amministrati: 220 miliardi per i fondi esteri contro 214 per i prodotti di diritto italiano. Una situazione che si è andata consolidando anche nella prima metà del 2010, e che rende conto dei cambiamenti già oggi in atto nell'industria.

L'effettiva uscita dalla crisi sembra quindi non ancora completata, e il cammino da compiere è lungo e tuttora incerto. Tuttavia, gli operatori del settore e le autorità di vigilanza si stanno muovendo per rendere duraturo il rilancio dell'industria: in quest'ottica vanno interpretate le varie iniziative che hanno interessato il mondo del risparmio gestito nel corso del 2009 e della prima parte del 2010, e di cui abbiamo cercato di rendere conto nelle pagine che seguono.

Tra le novità più importanti per il mercato basti ricordare la direttiva UCITS IV, che è oggi in corso di attuazione ed entrerà in vigore il 1 luglio 2011: una vera rivoluzione per il nostro settore, che si prepara ad affrontare le sfide (e a sfruttare le opportunità) di un mercato europeo veramente aperto e integrato. E tutto questo senza dimenticare uno degli obiettivi più importanti della

direttiva: aiutare i risparmiatori a conoscere meglio gli operatori, i prodotti e i servizi offerti, per prendere decisioni d'investimento consapevoli.

Assogestioni, sempre consapevole dell'importanza di un'adeguata cultura finanziaria per i risparmiatori, durante il 2009 ha dato avvio a un nuovo progetto di comunicazione rivolto a tutta l'industria, invitando gli operatori e gli investitori retail al Salone della Gestione del Risparmio, il primo evento italiano interamente dedicato al settore. Una manifestazione che nel 2010 ha raccolto l'adesione di oltre 80 aziende, enti e organizzazioni, e alla quale hanno partecipato oltre 6000 visitatori: un segnale importante di vitalità della nostra industria, che nonostante la crisi recente dimostra di essere ancora solida e competitiva.

# ASSOGESTIONI: L'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI GESTORI DEL RISPARMIO

## L'associazione e i suoi associati

Assogestioni è l'associazione italiana dei gestori del risparmio e riunisce tutti i principali operatori del settore attivi nel nostro Paese.

Società di gestione del risparmio (SGR), imprese di *investment management* straniere, società d'investimento a capitale variabile o fisso (SICAV, SICAF), società d'intermediazione mobiliare (SIM), banche, imprese di assicurazione, Trust: Assogestioni, dopo oltre 20 anni di attività, conta oggi quasi 300 associati che offrono i propri servizi a una clientela composta da investitori istituzionali (compagnie di assicurazione, fondi pensione, imprese private, ecc.) e da oltre 10 milioni di investitori privati, sottoscrittori di quote di fondi comuni di investimento o di azioni di SICAV.

Il settore, a fine 2009, gestiva complessivamente un patrimonio totale pari a oltre 950 miliardi di euro.

## Scopi dell'associazione

Il principale scopo dell'associazione è di promuovere condizioni normative, fiscali e regolamentari adeguate alle esigenze delle società di gestione e dei loro clienti, operando in ambito nazionale e internazionale nei confronti delle istituzioni, delle autorità di vigilanza, dei *policy makers* e dei media.

Assogestioni inoltre sostiene l'autoregolamentazione del settore e partecipa in rappresentanza dell'industria al recepimento delle direttive comunitarie riguardanti l'attività di gestione del risparmio. L'associazione interviene presso le autorità nel processo di regolamentazione degli operatori e degli

strumenti finanziari introdotti sul mercato, sia direttamente sia in collaborazione con EFAMA (*European Funds and Asset Management Association*).

Assogestioni gioca anche 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 un'area educational del sito istituzionale ([www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it)), dedicata ai risparmiatori.

### Attività a favore degli associati

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.

La divisione Assogestioni Formazione offre inoltre un'ampia serie di iniziative di formazione e aggiornamento professionale ai membri dell'associazione e agli altri operatori del mercato, allo scopo di tutelare gli elevati standard di qualità che da sempre caratterizzano 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. Attraverso il suo ufficio stampa l'associazione lavora a stretto contatto con i media e partecipa da protagonista al pubblico dibattito riguardante l'attività di gestione collettiva e individuale del risparmio, in Italia e all'estero.



Anis Etoile'

Cannelle en Batons  
7€ les 6 batons.

Court Bouillon

Graines de Lin  
5 le d. de litre.

Baies de Genievre

Cardamome

Parot Bleu

Sésame doré

Baies Roses

Poivre de Sichuan

Mélange 5 baies

Poivre Vert

# SCENARIO DI MERCATO

## L'andamento dell'industria del risparmio gestito nel 2009

Teresa Lapolla

Dopo la grande crisi, l'industria sta progressivamente recuperando sia sul fronte della raccolta sia del patrimonio, anche se resta lontana dai livelli del 2007. La raccolta netta nel 2009 ha superato i 35 miliardi e alla fine dell'anno il patrimonio ha raggiunto i 950 miliardi di euro. Un saldo finale positivo, ma che nei primi mesi del 2010 ha scontato le incertezze dei mercati.

Dopo il crollo seguito al default di Lehman Brothers nel settembre del 2008, e i minimi toccati nel marzo 2009, i mercati finanziari hanno avviato un'azione di recupero che ha parzialmente coinvolto anche l'industria del risparmio gestito. Diversi fattori hanno fatto comunque sentire il loro peso. Tra questi, la concorrenza delle banche che hanno proseguito nella politica di collocare prodotti puramente bancari (in particolare obbligazioni). Alla fine del 2009, la somma dei depositi da clientela ordinaria e delle obbligazioni bancarie (detenute da soggetti diversi da banche e da fondi comuni monetari residenti nell'area dell'euro) era pari al 73,2% della raccolta complessiva: "un valore ampiamente superiore", si legge nella relazione annuale della Banca d'Italia, "a quello registrato nei principali Paesi e nella media dell'area euro (60,6%)". Lo shock della crisi ha inoltre provocato un aumento dell'avversione al rischio che ha in buona parte frenato gli investitori, che in molti casi si sono mantenuti liquidi, con il risultato che solo una minoranza ha sfruttato il buon andamento dei listini azionari nel corso del 2009.

Il trend di recupero sia sul fronte della raccolta sia del patrimonio è proseguito nella prima metà del 2010, anche se l'industria resta ancora lontana dai livelli precedenti alla crisi finanziaria.

### Gestioni collettive e di portafoglio

Alla fine del 2009, dopo tre anni di saldo negativo, l'industria italiana del risparmio gestito è riuscita ad arrestare il calo della raccolta netta. Il settore ha chiuso l'anno con flussi positivi per 35 miliardi di euro, frutto comunque di un andamento a due

velocità: le gestioni collettive (OICR aperti e chiusi) registrano un virtuale pareggio, così che il merito dell'inversione di tendenza va esclusivamente alle gestioni di portafoglio (GPF e GPM *retail*, prodotti assicurativi, e previdenziali) che hanno raccolto nel corso dell'anno oltre 35 miliardi. A fine 2009, il patrimonio delle gestioni collettive è risalito a 473 miliardi dai 438 di fine 2008, recuperando parzialmente il brusco calo dai 650 miliardi di fine 2007. Meglio hanno fatto le gestioni di portafoglio, il patrimonio delle quali è cresciuto a quota 461 miliardi (da 401), in pratica agli stessi livelli del 2007 (463 miliardi) grazie soprattutto ai prodotti assicurativi.

#### Gestioni collettive e patrimoniali

Raccolta annua e patrimonio al 31 dicembre 2009 (milioni di euro)

	Raccolta netta annua	Patrimonio	
		Promosso	Gestito
<b>GESTIONE COLLETTIVA</b>	<b>-25</b>	<b>473.806</b>	<b>476.738</b>
OICR aperti	-683	435.330	438.152
OICR chiusi	657	38.476	38.587
<b>GESTIONE DI PORTAFOGLIO</b>	<b>35.281</b>	<b>461.182</b>	<b>473.184</b>
GPF <i>retail</i>	-6.766	32.684	33.569
GPM <i>retail</i>	3.183	73.545	78.129
Gestioni di patrimoni previdenziali	2.075	26.831	30.011
Gestioni di prodotti assicurativi	33.503	260.164	258.617
Altre Gestioni	3.285	67.959	72.858
<b>GRUPPI ITALIANI (*)</b>	<b>19.333</b>	<b>765.836</b>	<b>772.533</b>
Gestione collettiva	-3.828	383.007	379.941
Gestione di portafoglio	23.161	382.829	392.592
<b>GRUPPI ESTERI (*)</b>	<b>15.922</b>	<b>169.153</b>	<b>177.390</b>
Gestione collettiva	3.803	90.799	96.797
Gestione di portafoglio	12.120	78.354	80.593
<b>TOTALE(*)</b>	<b>35.256</b>	<b>934.988</b>	<b>949.923</b>

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

Alla fine del 2009 gli *asset under management* (il patrimonio promosso al lordo degli *asset* ricevuti e al netto di quelli dati in delega) dell'intero settore erano pari a 950 miliardi, dei quali circa l'82% gestito da gruppi italiani con la quota di mercato dei gruppi esteri in continuo aumento (nel 2006 era pari a 9,8%).

Nel corso della prima metà del 2010, pur tra alti e bassi, si è registrata la ripresa della raccolta netta delle gestioni collettive (7 miliardi), comunque meno rilevante di quella delle gestioni di portafoglio (19,5 miliardi). A fine giugno si è così registrato il sorpasso: il patrimonio delle gestioni di portafoglio, salito

a 490,5 miliardi, ha superato quello delle gestioni collettive (485,6 miliardi). Il fenomeno si lega al successo dei prodotti di natura assicurativa che hanno rappresentato la quasi totalità del saldo positivo del 2009 (33,5 miliardi su un totale di 35,2) e buona parte (12,7 su 19,5 miliardi) di quello del primo semestre del 2010. Le reti di distribuzione, in sostanza, hanno favorito il collocamento di prodotti che proteggono il capitale investito con un rendimento minimo garantito o comunque percepiti come meno rischiosi dalla clientela. Rimane, invece, modesto il flusso sulle gestioni di patrimoni previdenziali (pari a 1.437 milioni di euro nei primi sei mesi del 2010), nonostante rappresenti il bacino con più potenzialità in vista della crescita delle forme pensionistiche complementari. Il patrimonio complessivo a giugno 2010 si è attestato a quota 976 miliardi, di cui 787 amministrati dai gruppi italiani.

#### Gestioni collettive e patrimoniali

Raccolta annua e patrimonio al 30 giugno 2010 (milioni di euro)

	Raccolta netta annua	Patrimonio	
		Promosso	Gestito
<b>GESTIONE COLLETTIVA</b>	<b>7.116</b>	<b>485.625</b>	<b>488.321</b>
OICR aperti	6.869	446.281	448.934
OICR chiusi	248	39.343	39.387
<b>GESTIONE DI PORTAFOGLIO</b>	<b>19.499</b>	<b>490.524</b>	<b>505.079</b>
GPF <i>retail</i>	22	34.528	35.387
GPM <i>retail</i>	5.952	81.279	86.046
Gestioni di patrimoni previdenziali	1.437	28.259	31.902
Gestioni di prodotti assicurativi	12.652	278.504	278.952
Altre Gestioni	-565	67.954	72.791
<b>GRUPPI ITALIANI (*)</b>	<b>13.820</b>	<b>787.013</b>	<b>794.438</b>
Gestione collettiva	-1.424	384.123	380.160
Gestione di portafoglio	15.245	402.890	414.278
<b>GRUPPI ESTERI (*)</b>	<b>12.795</b>	<b>189.136</b>	<b>198.961</b>
Gestione collettiva	8.541	101.502	108.160
Gestione di portafoglio	4.254	87.634	90.800
<b>TOTALE(*)</b>	<b>26.615</b>	<b>976.149</b>	<b>993.399</b>

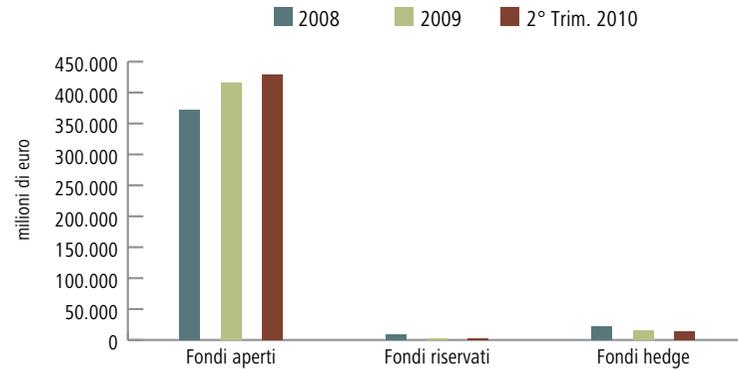
(\*)Dati al lordo della duplicazione derivante dall'investimento dei fondi o delle gestioni nei fondi censiti nel rapporto.

#### Fondi aperti

Il patrimonio dei fondi aperti è risalito a fine 2009 a quota 416 miliardi rispetto ai 371,5 del 2008. A metà 2010, la cifra era cresciuta ancora a 429,3 miliardi. È in calo, invece, il patrimonio dei fondi riservati a investitori qualificati passati dai 9,5

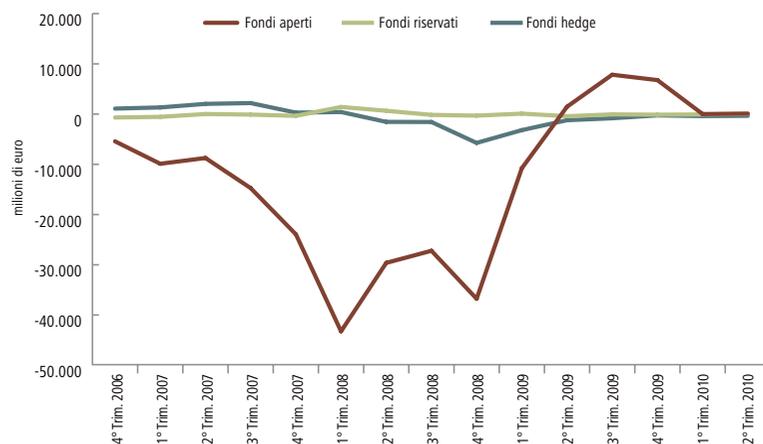
miliardi di fine 2008 a 3,1 del 2009, livello sostanzialmente invariato a metà 2010. In calo significativo anche gli *asset* amministrati dai fondi hedge, scivolati dai 21,3 miliardi di fine 2008 ai 16,1 miliardi di fine 2009 e ai 13,8 di metà del 2010.

#### Fondi aperti, riservati, hedge Patrimonio in gestione



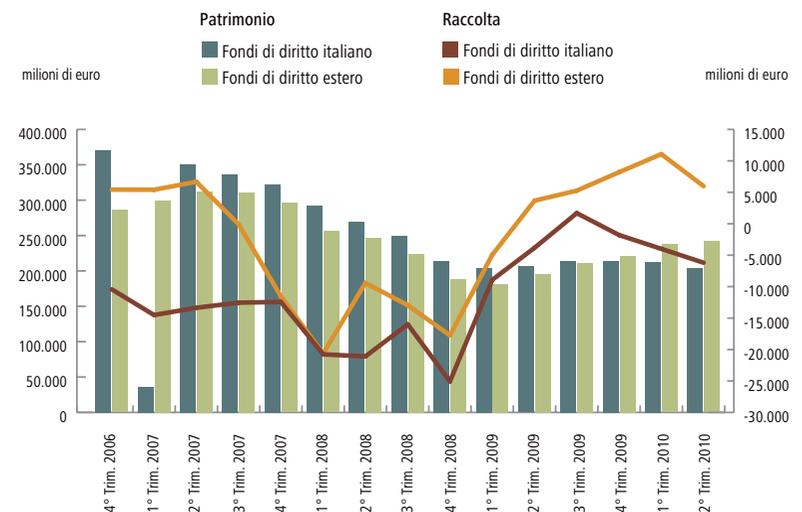
Dopo le difficoltà del 2008, la raccolta netta dei fondi aperti è tornata positiva nel corso del 2009 raggiungendo a fine anno i 5.311 milioni di euro. Il trend favorevole è proseguito nei primi sei mesi del 2010 quando i fondi aperti hanno raccolto 7.640 milioni di euro. In recupero anche la raccolta dei fondi hedge che a giugno 2010 si è assestata a -737 milioni, dai -5.491 milioni di fine 2009. È rimasta, invece, sostanzialmente invariata la raccolta dei fondi riservati a investitori qualificati.

#### Fondi aperti, riservati, hedge Evoluzione della raccolta netta (2006-2010)



Il trend della raccolta ha premiato i fondi di diritto estero rispetto a quelli italiani, in zona positiva solo nel terzo trimestre del 2009, con il risultato che nell'ultimo quarto dell'anno si è verificato il sorpasso sul fronte degli *asset* amministrati: 220 miliardi per i fondi esteri contro 214 per quelli di diritto italiano. Una situazione che si è andata consolidando nella prima metà del 2010 quando il deflusso dai fondi di diritto italiano è stato pari a 10,1 miliardi.

#### Fondi aperti Evoluzione del patrimonio e della raccolta netta (2006-2010)



Il rimbalzo dei listini di Borsa ha consentito ai fondi azionari di mettere a segno nel 2009 un significativo recupero del patrimonio, che ha raggiunto a dicembre 92,1 miliardi dai 68,5 miliardi di dicembre 2008. Un trend proseguito fino a marzo 2010, quando il patrimonio è tornato a lambire la soglia dei 100 miliardi per poi ridiscendere nel trimestre successivo, sull'onda della debolezza delle Borse in occasione della crisi greca, a 93 miliardi. Il recupero non ha coinvolto, se non in minima misura, il settore dei fondi bilanciati il cui patrimonio è rimasto pressoché stabile per tutto il 2009, assestandosi alla fine dell'anno a 17 miliardi. Un dato in leggera flessione rispetto a quello di dicembre 2008 (17,7 miliardi), ma che nella prima metà del 2010 raggiunge quota 19,6 miliardi. Rilevante il ritorno di interesse per i fondi obbligazionari, stimolato dalla discesa dei rendimenti

delle nuove emissioni. A fine 2009 il patrimonio era di 165,8 miliardi dai 156,9 di fine 2008, per poi registrare un balzo, in parte legato al flusso delle nuove sottoscrizioni (15 miliardi da inizio anno), ai 185 miliardi di metà 2010. In parallelo, è calata nel 2010 la consistenza patrimoniale degli *asset* dei fondi monetari, sostanzialmente attestatasi intorno agli 87 miliardi nel corso di tutto il 2009, per poi scendere a 72,7 a metà 2010.

### Gestioni collettive

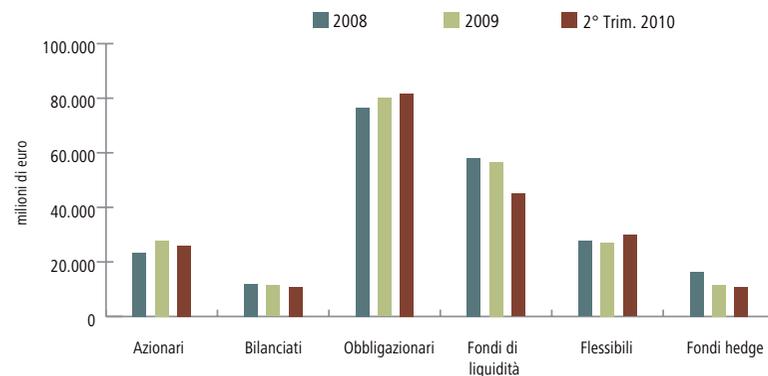
Evoluzione trimestrale del patrimonio in gestione (milioni di euro)

Categoria	31/03/09	30/06/09	30/09/09	31/12/09	31/03/10	30/06/10
AZIONARI	63.636	75.439	85.779	92.144	98.734	93.080
BILANCIATI	16.015	16.710	17.730	17.040	19.376	19.672
OBBLIGAZIONARI	150.400	153.276	160.725	165.816	178.291	184.977
FONDI DI LIQUIDITÀ	87.277	87.123	89.448	87.003	79.885	72.759
FLESSIBILI	50.207	52.803	56.125	57.175	60.285	61.947
FONDI HEDGE	17.657	16.617	16.201	16.152	14.297	13.846
TOTALE	385.192	401.970	426.009	435.330	450.868	446.281

Per quanto riguarda i fondi di diritto italiano, bilanciati e obbligazionari a giugno 2010 rappresentavano assieme il 21% circa del patrimonio complessivo. La percentuale saliva al 25% circa nei fondi esteri. I fondi azionari, a metà del 2010, rappresentavano il 13% del patrimonio dei fondi di diritto italiano, percentuale che sale al 28% tra i fondi di diritto estero.

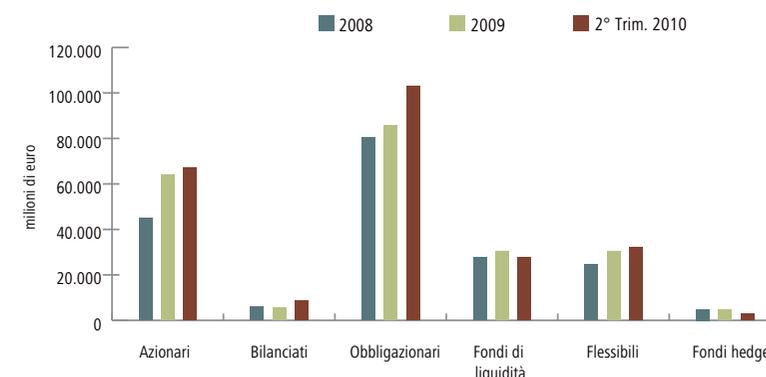
### Fondi di diritto italiano

Patrimonio in gestione



### Fondi di diritto estero

Patrimonio in gestione



A fine 2009, il settore del risparmio gestito contava 223 società italiane ed estere attive nella gestione di fondi comuni aperti e SICAV, in calo rispetto alle 246 società censite l'anno precedente. Tra i circa 61 gruppi presenti sul mercato (contro i 63 della rilevazione precedente), i primi dieci gestivano oltre il 71% del patrimonio totale. Risulta in calo, per effetto di fusioni, anche il numero dei fondi: 3.478 tra fondi aperti e SICAV contro 3.622 dell'anno precedente. Alla stessa data di fine 2009, erano presenti nel rapporto annuale di Assogestioni 223 fondi hedge di diritto italiano ed estero che gestivano un patrimonio totale di oltre 31 miliardi.

### Fondi chiusi

I fondi chiusi hanno continuato la loro crescita anche nel 2009: la raccolta netta ha superato i 650 milioni portando il patrimonio complessivo a quota 38,4 miliardi, ovvero pari all'8% del patrimonio promosso dalle gestioni collettive. In particolare, l'attivo dei fondi chiusi immobiliari è arrivato a 38,3 miliardi a fine 2009 (contro 34,6 di fine 2008), sostanzialmente invariato (- 0,2%) a metà 2010.

Al 30 giugno 2010 risultavano attive 27 SGR, delle quali 23 attive solo nella istituzione e gestione di fondi immobiliari chiusi, mentre quattro operavano anche con fondi aperti; in totale i fondi immobiliari censiti alla stessa data erano 163 con un patrimonio complessivo di 22.157 milioni (più 1,3%): nel corso del semestre i flussi di raccolta si sono attestati a 328 milioni di euro, con un tasso di crescita in rallentamento rispetto al semestre precedente.

## Fondi chiusi immobiliari

Evoluzione semestrale del patrimonio e delle attività in gestione (milioni di euro)

	30/06/09	31/12/09	30/06/10
<b>Patrimonio complessivo</b>	<b>20.446</b>	<b>22.055</b>	<b>22.157</b>
Fondi <i>retail</i>	14.600	16.308	16.523
Fondi riservati	5.846	5.747	5.634
<b>Totale Attività</b>	<b>35.354</b>	<b>38.317</b>	<b>38.243</b>
Fondi <i>retail</i>	26.523	29.578	29.663
Fondi riservati	8.830	8.739	8.580

## Gestioni di portafoglio

Nel corso del 2009 le gestioni di portafoglio hanno registrato tutte un saldo positivo con un massiccio afflusso di risorse sui fondi obbligazionari (quasi 21 miliardi, il 60% circa delle sottoscrizioni). Fanno eccezione le gestioni flessibili (meno 3,3 miliardi) e monetarie (meno 2,1 miliardi) e il sostanziale pareggio delle hedge (in calo di 2 milioni). Un risultato specularmente opposto all'anno precedente, quando solo le gestioni monetarie avevano registrato un dato positivo con l'afflusso di 211 milioni di euro.

### Gestioni di portafoglio

Raccolta annua e patrimonio (milioni di euro)

	Raccolta netta annua 2009	Patrimonio al 31/12/2009	Raccolta netta da inizio anno 2010	Patrimonio al 30/06/2010
AZIONARI	998	15.469	753	15.469
BILANCIATI	1.310	197.784	4.448	197.784
OBBLIGAZIONARI	20.536	122.796	7.465	122.796
MONETARI	-2.158	11.613	-2.630	11.613
FLESSIBILI	-3.350	21.680	323	21.680
HEDGE	-2	69	1	69
NON CLASSIFICATO	17.947	121.113	9.139	121.113

Il trend positivo delle gestioni di portafoglio rilevato nel corso del 2009 è proseguito nella prima metà del 2010 con solo le gestioni monetarie in raccolta negativa (-2,6 miliardi) e una riduzione del patrimonio a 11,6 miliardi. Il trend favorevole delle gestioni obbligazionarie è rallentato, nel 2010, a parziale vantaggio dei bilanciati.

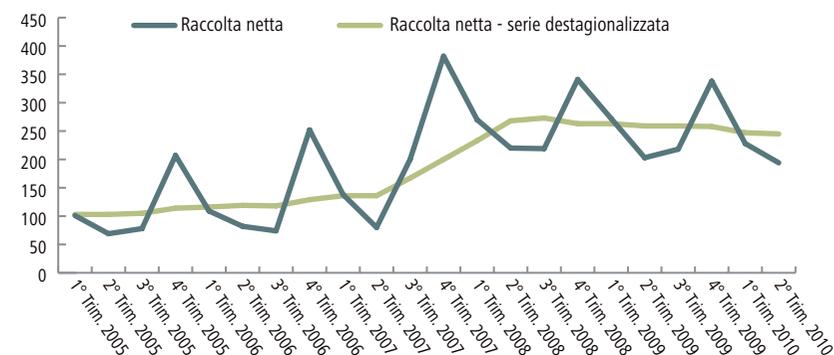
Tra le gestioni di portafoglio, la quota più rilevante continua a essere detenuta dai prodotti assicurativi che rappresentano ormai, a metà 2010, quasi il 57% delle gestioni di portafoglio. Flussi positivi sono stati realizzati, sia nel 2009 che nel 2010, dalle gestioni previdenziali e dalle GPM *retail*. Mentre le GPF *retail* tornano in attivo solo nel corso del primo semestre 2010.

## Fondi pensione aperti

Al termine del 2009 il numero degli iscritti ai fondi pensione aperti ha raggiunto la cifra di 890.074 iscritti (contro 847.895 iscritti di fine 2008), salita ulteriormente - ma a un tasso più lento - a 893.244 unità il 30 giugno 2010, suddivisi in 648.633 iscritti per adesione individuale e 244.611 per adesione collettiva. La raccolta netta annua è pari a 1.032 milioni, in crescita rispetto ai 1.051 milioni del 2008 e agli 800 milioni del 2007, anno in cui è entrata in vigore la nuova disciplina della previdenza complementare.

### Fondi pensione aperti

Evoluzione della raccolta netta (2005-2010)



Per quanto riguarda la distribuzione per tipologia di investimento, nel secondo trimestre 2010 la quota dei fondi azionari tra le donne (il 34,5% degli iscritti) non supera mai il 20% (punta massima il 19,7% tra le iscritte dai 30 ai 39 anni di età), mentre il massimo gradimento si riscontra nella categoria dei bilanciati obbligazionari (31,1% tra le iscritte oltre i 59 anni). Al contrario, tra gli uomini sotto i 50 anni la quota di investimento azionario non è mai inferiore al 21% con una punta del 23,7 tra i 30-39enni. I fondi preferiti dagli iscritti di ambo i sessi si concentrano nelle categorie bilanciati e bilanciati obbligazionari.

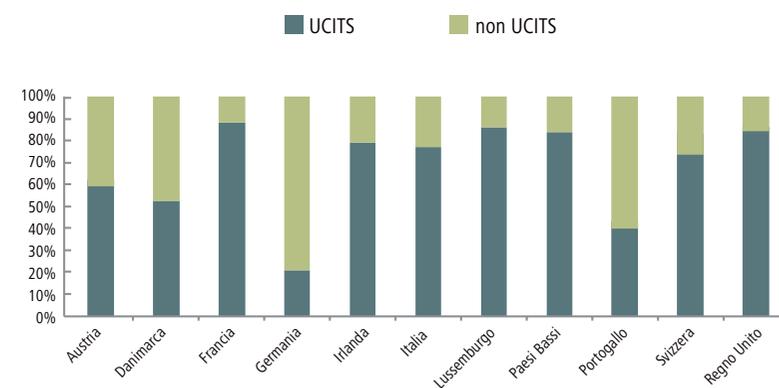
## Il settore del risparmio gestito in Europa

Teresa Lapolla, Luisa Giuliano

L'industria europea è complessivamente in recupero rispetto alla crisi del 2008, con una crescita che ha interessato tutte le categorie. Il valore degli *asset* ha superato quota 7.000 miliardi. Il Lussemburgo guida le classifiche per quanto riguarda patrimonio e raccolta.

Il sistema europeo dei fondi di investimento ha recuperato nel 2009 buona parte del terreno perduto nel corso del 2008, un anno segnato da forti deflussi di capitali e dalla riduzione del patrimonio. A fine 2009 il valore degli *asset* amministrati dai fondi del vecchio Continente, sulla base dei dati diffusi dall'EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*), è cresciuto del 15,6%, arrivando a un totale di 7.039 miliardi contro i 6.088 miliardi della fine dell'anno precedente. La crescita, che ha interessato tutte le categorie del gestito, ha così consentito di riavvicinarsi ai valori precedenti alla crisi (con un patrimonio pari a 7.900 miliardi nel 2007).

Il risparmio gestito in Europa  
Patrimonio investito in fondi UCITS e non UCITS



Anche la raccolta è tornata positiva e la ripresa ha interessato prodotti sia UCITS sia non UCITS. I primi, che rappresentano il 75% circa del mercato europeo, per un valore complessivo di 5.299 miliardi a fine 2009, hanno registrato una raccolta netta pari a 165

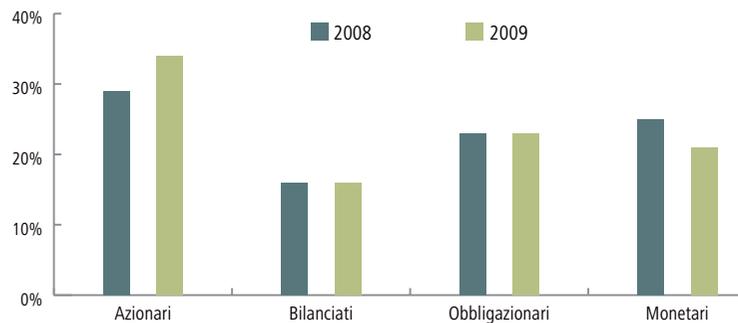
miliardi (senza tener conto dei fondi monetari), grazie all'incremento dei fondi azionari (66 miliardi), obbligazionari (72 miliardi) e bilanciati (44 miliardi). Al contrario, si è assistito all'uscita dai fondi monetari per 43 miliardi; questi fondi avevano rappresentato nel corso 2008 il principale rifugio, con una raccolta di 64 miliardi. Anche i fondi non UCITS hanno messo a segno una raccolta robusta: i fondi riservati agli investitori istituzionali hanno raccolto 48 miliardi nell'ambito del mercato europeo.

La ripresa per i fondi UCITS e non UCITS è legata a diversi fattori: il calo dei rendimenti dei conti correnti ha spinto gli investitori a cercare forme di investimento in grado di assicurare ritorni più elevati; il basso livello delle quotazioni azionarie, combinato con l'intervento sul fronte della liquidità delle banche centrali e gli interventi dei governi, ha favorito il rientro dei capitali nei listini di Borsa; la forte concentrazione di ricchezza in *asset* liquidi ha convinto gli investitori a ribilanciare i portafogli su un orizzonte meno esposto nel breve.

Nel corso del 2010 si è assistito a un duplice trend. Nel primo trimestre si è registrata l'accelerazione della raccolta dei fondi UCITS, pari a 49 miliardi, con i soli fondi monetari in segno negativo. La crisi dei mercati legata all'emergenza greca ha successivamente invertito il trend con il risultato di un deflusso netto di 28 miliardi. È rimasto però positivo il saldo della raccolta dei fondi UCITS a lungo termine per un importo di 23 miliardi, mentre i riscatti si sono concentrati sui monetari (51 miliardi nel secondo trimestre, più 38 miliardi nel primo). Alla fine di giugno del 2010 il patrimonio dei fondi UCITS era pari a 5.606 miliardi, con un incremento pari allo 5,5% rispetto al dato di fine 2009, grazie soprattutto ai fondi obbligazionari e bilanciati. A fine giugno 2010 anche gli *asset* amministrati dai fondi non UCITS sono aumentati a 1.888 miliardi, principalmente grazie alla buona *performance* dei fondi riservati. Il patrimonio complessivo UCITS e non UCITS registra, rispetto alla fine dell'anno, un incremento pari al 6,1%.

#### Il risparmio gestito in Europa

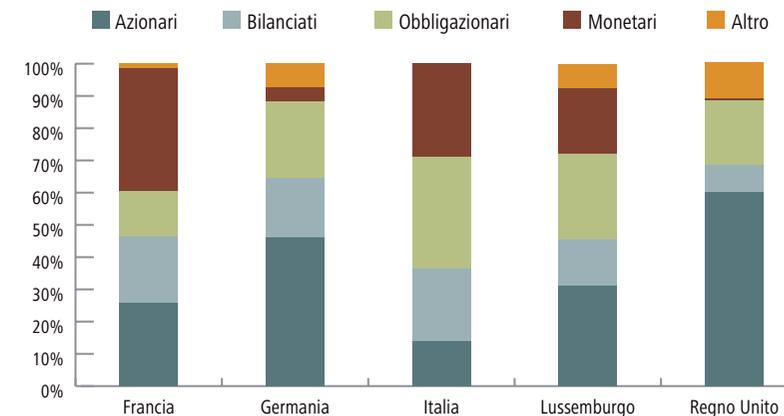
Ripartizione del patrimonio dei fondi UCITS per macrocategoria



Concentrando l'analisi sui fondi UCITS, spicca il recupero degli azionari che a fine 2009 amministravano il 34% degli *asset* contro il 30% dell'anno precedente (ma la quota era pari al 40% nel 2007). La crescita percentuale è frutto in parte del deflusso dai monetari, scesi dal 25 al 21%, mentre si mantengono stabili le quote di obbligazionari e bilanciati.

#### Il risparmio gestito in Europa

Distribuzione del patrimonio per macrocategoria

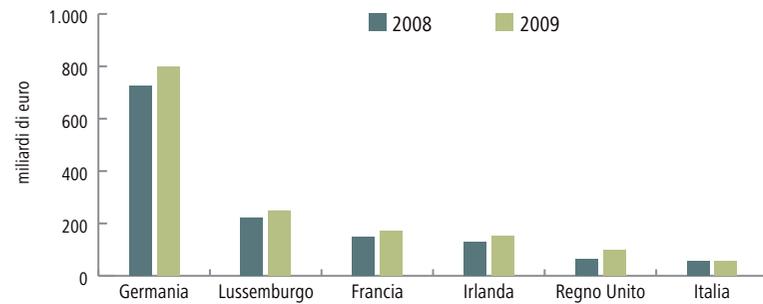


Per quanto riguarda la distribuzione del patrimonio per singola categoria nei cinque Paesi principali (Francia, Germania, Italia, Lussemburgo e Regno Unito), nei fondi azionari spicca la concentrazione della Gran Bretagna, ove questa categoria rappresenta il 60% del patrimonio amministrato (il 61% nel 2008), mentre in Italia è concentrato nei fondi azionari solo il 14% del patrimonio (il 12% nel 2008). In Germania i fondi azionari detengono il 46% del patrimonio (il 40% l'anno precedente), più che in Lussemburgo (31%) e in Francia, che segue con il 26% (in risalita di tre punti percentuali rispetto all'anno precedente). Il monetario resta prevalente nell'*asset allocation* dei fondi francesi, ma la sua quota scende dal 43 al 38% nel 2009, mentre il Lussemburgo presenta una composizione più eterogenea. Il caso italiano, sempre fra i cinque Paesi considerati, spicca per il favore incontrato dai fondi obbligazionari, che rappresentano il 35% del patrimonio.

Nel 2009, la classifica per patrimonio nei vari Paesi vede ancora il primato del Lussemburgo (1.592 miliardi per gli UCITS, più 249 miliardi non UCITS), seguito dalla Francia (1.253 UCITS, più 173 non UCITS). Nella categoria non UCITS è in

## Il risparmio gestito in Europa

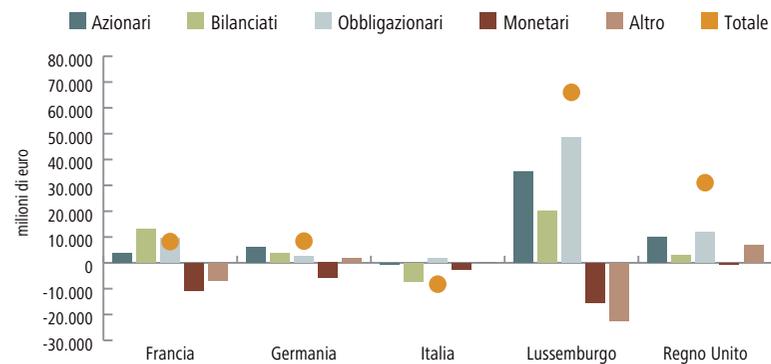
Patrimonio dei fondi non UCITS per i primi sei Paesi



testa la Germania (797 miliardi), dove questa categoria rappresenta circa l'80% del patrimonio complessivo. Gli altri due Paesi dove il patrimonio dei fondi non UCITS supera quello UCITS sono il Portogallo e la Romania. Di rilievo, sempre nel caso dei non UCITS, il dato dell'Irlanda che, con 151 miliardi, precede il Regno Unito (97,5 miliardi), l'Austria (56,1) e l'Italia (55,9 miliardi). Nel corso del 2009 la classifica per raccolta dei prodotti UCITS è guidata dal Lussemburgo, con un afflusso di 66 miliardi concentrati negli azionari e negli obbligazionari (rispettivamente 35 e 48 miliardi), mentre si è registrato un deflusso di 15 miliardi nel settore dei monetari. Segue il Regno Unito con una raccolta netta di 33 miliardi. L'Italia si posiziona in fondo alla classifica insieme a Spagna, Austria, Repubblica Ceca e Grecia. La Spagna ha registrato un dato negativo per 11,7 miliardi, mentre l'Italia, con un saldo negativo di 8,2 miliardi, conferma indirettamente il maggior peso del sistema bancario (che ha spinto la raccolta sul fronte delle obbligazioni) negli equilibri dell'*asset allocation* del risparmio delle famiglie.

## Il risparmio gestito in Europa

Raccolta netta annua per macrocategoria



# Le linee guida per la standardizzazione dei processi operativi per la gestione degli ordini

Manuela Mazzoleni

Il Tavolo Tecnico Interassociativo, costituito all'inizio del 2010 dalle principali associazioni dell'industria, ha lavorato nei mesi scorsi per affrontare i temi individuati dal Gruppo di lavoro istituito da CONSOB e Banca d'Italia in materia di dematerializzazione dei fondi. I risultati sono ora oggetto di consultazione da parte del mercato e aperti ai contributi degli operatori: l'obiettivo è adottare uno standard di sistema per le modalità di gestione degli ordini che riguardano le quote di fondi comuni aperti. A beneficiarne saranno anche gli investitori, che avranno a disposizione un ventaglio più ampio di prodotti.

## Il punto di partenza

Con l'obiettivo di elaborare una "concreta risposta al bisogno di maggiore efficienza e competitività del risparmio gestito italiano"<sup>1</sup>, la CONSOB, in collaborazione con la Banca d'Italia, ha istituito nell'agosto del 2008 il Gruppo di lavoro sul tema della dematerializzazione dei fondi. Lo scopo comune era quello di cogliere le opportunità aperte dall'attuazione della MiFID<sup>2</sup> sia sul fronte della diversificazione dei canali di marketing, sia in merito alla soddisfazione delle esigenze degli investitori per la selezione di intermediari e servizi.

Il Gruppo di lavoro ha rilevato l'opportunità di adottare uno standard di sistema per le modalità di gestione degli ordini che riguardano le quote di fondi comuni aperti. La frammentazione operativa attuale del sistema-fondi, infatti, deve essere superata per dare maggior certezza e tempestività all'esecuzione degli ordini di sottoscrizione e rimborso, maggior robustezza rispetto ai rischi operativi e più elevata trasferibilità delle posizioni. Un'ulteriore evoluzione poteva essere rappresentata, sempre secondo le conclusioni del Gruppo di lavoro,

<sup>1</sup> Gruppo di lavoro sul tema della "Gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti" – *Position paper*, pag. 3.

<sup>2</sup> D. Lgs. n. 164 del 2007 e Regolamento CONSOB n. 16190 del 2007.

dal “passaggio a una infrastruttura di sistema, accompagnata dalla gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti che rappresenterebbe l’approdo, da parte dell’industria, a una soluzione operativa maggiormente efficiente”<sup>3</sup>.

Per arrivare alla dematerializzazione sarebbe però necessario, oltre alla standardizzazione dei flussi informativi, che fosse operativa anche un’appropriata infrastruttura di sistema, che permetta alle società di gestione e agli intermediari collocatori di operare per mezzo di una controparte centrale (modello cosiddetto *single-entry-point*). Questa controparte centrale sarebbe in grado di offrire così il servizio di gestione centralizzata delle sottoscrizioni e dei rimborsi, e l’aggiornamento del registro dei sottoscrittori o il regolamento dei flussi delle commissioni tra SGR e collocatori.

L’analisi costi-benefici effettuata dal Gruppo di lavoro ha tuttavia mostrato che i guadagni in termini di riduzione dei rischi operativi e di portabilità delle quote sarebbero praticamente analoghi nelle due modalità, ma che l’opzione della sola standardizzazione comporterebbe costi inferiori. Alla luce di questa analisi, il *Position paper* prodotto alla conclusione dei lavori indica nella standardizzazione l’opzione preferibile. L’auspicio è che si possa in tal modo attivare un processo di incremento progressivo dell’efficienza, superando la frammentazione dei linguaggi e dei sistemi operativi e facilitando la concorrenza tra gli operatori. L’investitore, grazie alla creazione di un sistema più competitivo, potrà così beneficiare di una migliore qualità dei prodotti in termini di efficienza e *pricing*.

La conclusione condivisa dal Gruppo di lavoro in termini di policy è che “la standardizzazione di sistema e il modello del *single-entry-point* non debbano essere visti come ‘modelli alternativi’ o in contrapposizione tra loro, bensì come modelli perseguibili in una logica di gradualità degli interventi, che tenga conto della situazione di mercato e dei progressi dell’industria in termini di efficienza e competitività nel *fund processing*”<sup>4</sup>. L’intero processo deve svolgersi gradualmente lungo un percorso autonomamente promosso dalle diverse componenti dell’industria. Il *Position Paper* configura infine un programma di massima che prevede la predisposizione di un piano operativo che definisca il linguaggio, le procedure e le modalità di standardizzazione per arrivare alla piena implementazione.

<sup>3</sup> *Position Paper* cit., pag. 70.

<sup>4</sup> *Position Paper* cit., pag. 71.

## Il Tavolo Tecnico Interassociativo

Per dare attuazione al piano di lavoro delineato, le principali associazioni di categoria (ABI, Anasf, Assogestioni, Assoreti e Assosim) hanno costituito nel gennaio 2010 un gruppo di lavoro denominato Tavolo Tecnico Interassociativo, con la partecipazione di CONSOB e Banca d’Italia in qualità di osservatori e con il coinvolgimento diretto degli operatori interessati (intermediari collocatori, SGR, banche depositarie e soggetti incaricati dei pagamenti).

Obiettivo del Tavolo Tecnico era la definizione e l’implementazione di linguaggio, procedure e modalità per la standardizzazione della gestione degli ordini.

## L’approccio metodologico

L’integrazione dei mercati finanziari internazionali e dell’operatività degli intermediari rende necessario inserire il tema dell’efficienza in un quadro più ampio di aumento del flusso di informazioni e di sempre maggior semplicità di comunicazione con gli operatori esteri. Il Tavolo Tecnico ha adottato così un metodo di lavoro che verificasse l’applicabilità e l’adattabilità al mercato italiano di riflessioni e lavori avviati in Europa sul tema della standardizzazione dei fondi. L’attività e gli obiettivi del Tavolo Tecnico sono in linea con quelli di analoghe iniziative europee, segnatamente EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*) e ISSA (*International Securities Services Association*). Proprio su input di EFAMA è nato nel 2003 il *Fund Processing Standardization Group* (FPSG), che favorisce la convergenza verso uno standard internazionale condiviso. A partire dal 2005 questo organismo ha redatto raccomandazioni, poi costantemente aggiornate, relative ai processi di ordine e di regolamento, e ha promosso l’adozione del *Fund Processing Passport*, il passaporto per la gestione amministrativa dei fondi, un documento armonizzato a livello europeo e redatto dalle società di gestione che contiene le informazioni operative di ciascun fondo.

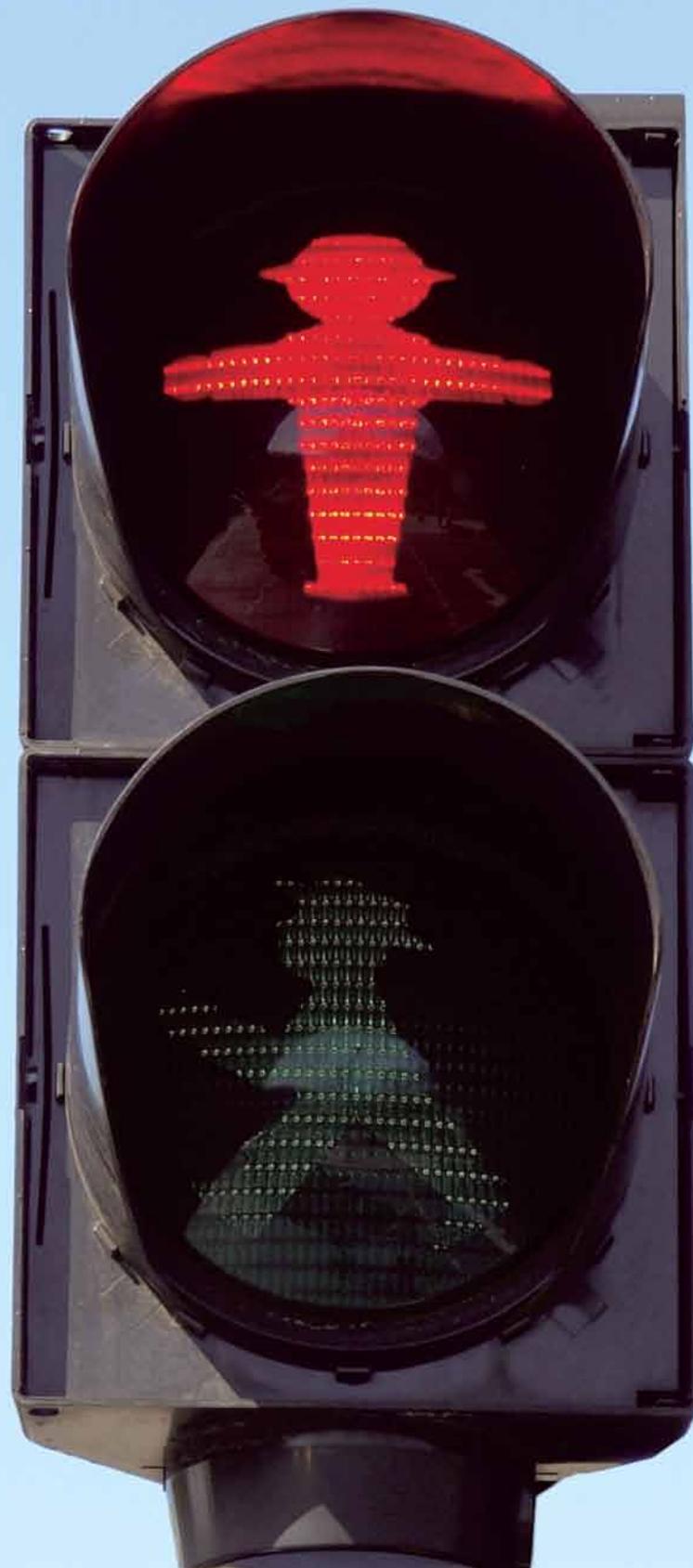
Relativamente all’individuazione di un linguaggio standard per la messaggistica tra i vari operatori, un ruolo chiave nel panorama europeo è stato poi svolto dal SMPG, *Securities Market Practice Group*, un gruppo di lavoro composto da operatori che, garantendo il proprio presidio in 30 Paesi dell’Unione Europea attraverso l’istituzione di altrettanti gruppi a livello nazionale (NMPGs, *National Market Practice Groups*), ha promosso l’utilizzo dello standard ISO 20022 e ha elaborato raccomandazioni relative all’utilizzo dei singoli messaggi.

Il Tavolo ha analizzato l'adattabilità dei messaggi ISO 20022 ai modelli operativi nazionali e, con l'obiettivo di massimizzare l'efficienza del processo di standardizzazione, avanzerà le richieste di modifica dei suddetti messaggi per adattarli alle specificità dell'attività di *fund processing* italiana.

### Al via la consultazione con gli operatori

Il lavoro svolto dal Tavolo Tecnico Interassociativo ha evidenziato come arrivare a procedure operative uniformi possa rappresentare un progresso per l'industria e per il sistema. D'altra parte, proprio la complessità del passaggio ai nuovi standard ha reso necessario un attento coordinamento tra gli operatori, la redazione di un piano di adozione e l'organizzazione di un presidio tecnico.

Su queste premesse, dopo la presentazione all'industria e alla comunità finanziaria dei risultati raggiunti dal Tavolo Tecnico (avvenuta nel novembre del 2010), si è aperta un'importante fase di consultazione e di confronto, durante la quale gli operatori del settore sono stati invitati a esaminare gli standard individuati per valutare la rispondenza alle loro effettive esigenze; al termine della consultazione verrà infine programmata la fase di adozione degli standard, la cui implementazione sarà in ogni caso lasciata all'autonomia di ciascun intermediario.



Berlino, Germania  
Semafori storici della DDR

# EVOLUZIONE NORMATIVA

## Il processo di adozione e le principali novità della disciplina UCITS IV

Nel corso del biennio 2009/2010 è stata adottata la direttiva UCITS IV (direttiva 2009/65/CE) ed è stato varato il relativo pacchetto di misure di esecuzione, in vista della creazione di un mercato interno unico per gli OICVM. A tale ultimo riguardo, due direttive e due regolamenti hanno definito le informazioni chiave da fornire all'investitore, l'armonizzazione dei requisiti organizzativi e delle regole di comportamento delle società di gestione alle prescrizioni della MiFID, le procedure di fusione tra OICVM, le strutture *master-feeder* e, infine, le procedure funzionali al passaporto del prodotto e alla cooperazione in materia di vigilanza.

Il 13 gennaio 2009 il Parlamento Europeo ha approvato a larghissima maggioranza la direttiva UCITS IV, che riforma profondamente la normativa comunitaria in tema di OICVM. Si è così messo in moto un processo - destinato a completarsi il 1° luglio del 2011, data entro la quale la nuova normativa dovrà essere recepita da tutti gli Stati membri dell'Unione Europea - che porterà alla creazione di un mercato interno degli OICVM caratterizzato da maggiore integrazione ed efficienza. La direttiva UCITS IV 2009/65/CE, varata dalla Commissione Europea nel giugno del 2009, ha fissato i principi per una profonda trasformazione del mercato europeo, innovando in modo significativo la disciplina in tema di passaporto del gestore, con riferimento sia alla libertà di stabilimento, sia alla libera prestazione di servizi, così creando i presupposti per il raggiungimento di maggiori economie di scala all'interno di un settore che amministra un patrimonio di circa 5.000 miliardi di euro, pari alla metà del prodotto interno lordo dell'intera Unione Europea. Una riforma scaturita da un lungo confronto con il mercato: negli ultimi anni è cresciuta l'esigenza di correggere le inefficienze, anche per poter competere con altre tipologie di prodotti finanziari, quali ad esempio i prodotti assicurativi *unit-linked* e i prodotti strutturati. Il legislatore comunitario, grazie alla riforma, intende agevolare la formazione di un'offerta di OICR più ampia, innovativa e con costi inferiori rispetto al passato.

L'approvazione della direttiva non ha peraltro concluso il processo normativo. Una volta fissati i principi, la cosiddetta normativa di livello 1, è stato avviato un

intenso lavoro di consultazione, coordinato dal *Committee of European Securities Regulators* (CESR), poi sottoposto agli uffici della Commissione Europea. Il 1° luglio 2010 è stata così emanata una serie di provvedimenti da parte della Commissione Europea: in particolare, sono state adottate due direttive che dovranno essere recepite dagli Stati membri a livello nazionale entro il 1° luglio 2011, e due regolamenti che entreranno in vigore nella medesima data. Il processo normativo comunitario non si è esaurito con l'adozione formale della disciplina di livello 2, ma prosegue con il livello 3, dedicato all'esame delle caratteristiche del KIID (*Key Investor Information Document*), vale a dire il documento che conterrà le informazioni essenziali che un investitore deve conoscere prima di sottoscrivere un prodotto del risparmio gestito. Il KIID, che dovrà fornire ai potenziali sottoscrittori un'informativa breve e facilmente comprensibile, sostituirà l'attuale prospetto semplificato.

Le direttive comunitarie, come si è detto, dovranno essere adottate dagli Stati membri, Italia compresa, entro il 1° luglio 2011. In vista di questo appuntamento, il 22 luglio 2010 è stato approvato dal Consiglio dei Ministri il disegno di legge in cui è prevista la delega al governo per recepire la direttiva. Nel provvedimento, tra l'altro, si fa esplicito riferimento alla possibilità di introdurre "norme di coordinamento con la disciplina fiscale vigente in materia di OICVM". La riforma del trattamento fiscale dei fondi - tassati in Italia sul maturato e non sul realizzato, come avviene negli altri Paesi - è uno dei nodi, assieme ad altri svantaggi regolamentari, che rischia di compromettere la competitività del sistema nel momento in cui, grazie all'introduzione della disciplina UCITS IV, sarà più semplice e veloce per una società di gestione di un Stato membro dell'UE costituire e vendere all'estero OICVM stabiliti nel proprio Paese di appartenenza. Per questo motivo, è stata promossa da Assogestioni una *Task Force* volta ad analizzare l'impatto della nuova regolamentazione sull'intera operatività delle società di gestione, con l'obiettivo di mettere a punto un documento sulle modifiche normative opportune per favorire la competitività dell'industria italiana.

### Le principali novità della direttiva UCITS IV

La direttiva 2009/65/CE ha innovato in vario modo la disciplina precedente, nell'intento di conseguire molteplici obiettivi. Innanzitutto, recepire le istanze provenienti dal mercato, semplificando in modo significativo la commercializzazione transfrontaliera; poi favorire la riduzione dei costi di gestione; infine,

fornire agli investitori un'informativa più semplice e comprensibile. A questo proposito la direttiva prevede le seguenti novità:

**Passaporto del gestore:** la direttiva introduce una regolamentazione del passaporto del gestore che, contrariamente a quanto previsto fino a oggi, consente agli OICVM autorizzati in uno Stato membro di essere gestiti da una società di gestione insediata in un altro Stato membro e da questo autorizzata, purché siano soddisfatti alcuni requisiti. Questa innovazione dovrebbe favorire un considerevole sviluppo del mercato grazie anche a una riduzione dei costi, pur preservando comunque un elevato livello di tutela degli investitori.

**Ripartizione della vigilanza in caso di passaporto del gestore:** la normativa comunitaria prevede che una società di gestione sia soggetta alla vigilanza prudenziale del proprio Stato membro di origine, a prescindere dal fatto che questa costituisca una succursale o operi in regime di libera prestazione di servizi in un altro Stato membro. In tali circostanze, pertanto, la società deve rispettare le norme in materia di organizzazione poste dal proprio Stato membro di origine. La società deve invece osservare la disciplina dello Stato membro di origine degli OICVM gestiti, sia per quanto concerne la loro costituzione sia in relazione al loro funzionamento.

**Armonizzazione delle procedure di fusione:** la direttiva UCITS IV armonizza le procedure di fusione, al fine di consentire a tutti i gestori comunitari di porre in essere fusioni di OICVM in via transfrontaliera.

**Disciplina delle strutture *master-feeder*:** la nuova disciplina consente la costituzione di OICVM cosiddetti *feeder*, che si caratterizzano per investire almeno l'85% del proprio patrimonio in un altro OICVM, detto *master*; tale struttura rappresenta un incentivo alla crescita dimensionale degli OICVM, consentendo a questi ultimi di raggiungere significative economie di scala, e favorisce lo sviluppo di nuove opportunità di business.

**Tutela degli interessi degli investitori:** si prevede un significativo cambiamento del contenuto e delle modalità di presentazione delle informazioni fornite agli investitori tramite l'introduzione del *Key Investor Information Document*. Il nuovo documento informativo sostituirà il prospetto semplificato e conterrà le informazioni essenziali che i potenziali investitori devono ricevere prima della sottoscrizione di un OICVM. Tale documento, che si caratterizza per la sua bre-

vità, deve riportare secondo uno schema predefinito le informazioni indicate dal regolamento comunitario in materia e deve consentire all'investitore un agevole confronto tra OICVM, soprattutto con riguardo ai costi e al profilo di rischio dei diversi prodotti. Il documento ha dunque la funzione di porre l'investitore nelle condizioni di valutare correttamente l'opportunità dell'investimento e di adottare così decisioni pienamente consapevoli.

**Passaporto del prodotto:** viene notevolmente semplificata la procedura mediante la quale un OICVM può accedere al mercato di un altro Stato membro, prevedendo una riduzione dei tempi e degli oneri procedurali connessi a tale accesso rispetto alla disciplina previgente.

### Direttive e regolamenti di secondo livello

Il 1° luglio 2010 la Commissione Europea, a seguito di appositi pareri tecnici del CESR, ha adottato quattro provvedimenti di secondo livello (due direttive e due regolamenti) che, insieme alla direttiva 2009/65/CE, costituiscono un pacchetto di misure finalizzate a porre le basi di un mercato unico degli OICVM. Questo insieme di norme, ha sostenuto il Commissario al mercato interno Barnier, "offrirà una migliore protezione agli investitori, ridurrà le formalità burocratiche e rafforzerà la competitività dei fondi europei sul mercato globale". In particolare, le misure riguardano:

**Informazioni chiave per l'investitore:** sono stati definiti il formato e il contenuto di un nuovo documento di informazione armonizzato, il *Key Investor Information Document - KIID*, concepito per consentire agli investitori di assumere decisioni di investimento consapevoli. In particolare, le informazioni chiave contenute nel KIID devono essere chiare, corrette e non fuorvianti; il documento deve inoltre essere redatto utilizzando un linguaggio facilmente comprensibile, che eviti l'uso di termini tecnici, e non deve risultare più lungo di due pagine. In tale contesto, particolare interesse per gli investitori rivestono le informazioni chiave in tema di costi e di rischio-rendimento dell'OICVM; con riguardo a entrambi gli aspetti, la normativa comunitaria raccomanda di fare riferimento ai metodi di calcolo individuati dal CESR.

**Regole sul funzionamento delle società di gestione di OICVM:** la direttiva uniforma i requisiti organizzativi e le regole di comportamento applicabili alle società di gestione alle norme già previste dalla MiFID per le imprese di investimento.

Nell'ambito di tali regole, particolare rilievo assumono quelle in tema di prevenzione e gestione dei conflitti di interesse. La direttiva, inoltre, impone ai gestori di OICVM di utilizzare procedure e tecniche sufficientemente affidabili ed efficaci per gestire in maniera appropriata i diversi rischi cui sono esposti gli OICVM.

**Fusioni tra OICVM e strutture *master-feeder*:** la direttiva stabilisce una dettagliata disciplina della procedura di autorizzazione della fusione tra OICVM, avendo peculiare riguardo alla completezza e alla chiarezza dell'informativa nei confronti degli investitori; misure di secondo livello attengono inoltre alla regolamentazione di aspetti inerenti al funzionamento delle strutture *master-feeder*, tra i quali, ad esempio, l'accordo tra OICVM *master* e OICVM *feeder*, nonché regole dettagliate in merito alle conseguenze correlate alla liquidazione, alla fusione o alla divisione di un OICVM *master*.

**Passaporto del prodotto e cooperazione in materia di vigilanza:** un regolamento applicativo definisce le modalità che le autorità competenti devono seguire per la trasmissione elettronica di informazioni e documenti nel quadro della procedura di notifica, utilizzata da un OICVM quando intende accedere al mercato di un altro Stato membro. Al tempo stesso, il regolamento fissa procedure comuni per rafforzare la cooperazione in materia di vigilanza delle attività transfrontaliere dei gestori di fondi.

## L'attuazione della disciplina MiFID

Per agevolare la corretta applicazione dei principi contenuti nella disciplina MiFID, Assogestioni ha predisposto apposite Linee Guida in materia di contratto di gestione di portafogli, obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza e *best execution*. L'obiettivo è fornire alle associate maggiori certezze nell'interpretazione della normativa, senza con ciò pregiudicare i margini di flessibilità nell'applicazione garantiti dal nuovo sistema. Le Linee Guida non sono infatti né vincolanti né esaustive rispetto alle possibili scelte delle società e non alterano il significato della normativa vigente sul piano legislativo, regolamentare e di livello 3.

La direttiva di attuazione della MiFID, articolata per "principi", richiede di integrare le prescrizioni di carattere generale attraverso l'individuazione di soluzioni che siano, oltre che funzionali alle esigenze degli intermediari, anche conformi alla normativa applicabile. A tal fine, la CONSOB ha sviluppato una procedura per definire strumenti interpretativi volti a ridurre i margini di incertezza, in particolare nell'applicazione del Regolamento Intermediari.

In tale contesto, la CONSOB ha elaborato alcuni orientamenti interpretativi riguardo la ricerca in materia di investimenti nel rapporto tra gestore e negoziatore, e il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi. L'autorità di vigilanza ha inoltre esaminato singoli quesiti su temi specifici, al fine di individuare soluzioni concrete alle problematiche poste dall'industria.

Infine, la CONSOB ha adottato una procedura per la validazione delle Linee Guida elaborate dalle associazioni degli intermediari. Questo strumento risponde all'esigenza di assicurare maggiore certezza per gli operatori dell'industria, senza con ciò pregiudicare i margini di flessibilità nell'applicazione garantiti dal nuovo quadro normativo. Per questo motivo le Linee Guida non sono né vincolanti né esaustive rispetto alle possibili scelte delle società e non alterano il significato della normativa vigente sul piano legislativo, regolamentare e di livello 3.

## La validazione delle Linee Guida

La procedura di validazione delineata dall'autorità di vigilanza si articola in diverse fasi.

Innanzitutto è previsto un primo confronto degli uffici della CONSOB con le associazioni degli intermediari, in merito agli orientamenti interpretativi; il passaggio successivo consiste poi nell'acquisizione, a cura delle associazioni proponenti, delle eventuali osservazioni formulate da parte del Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti sulle Linee Guida elaborate. Al termine di questa fase (e di eventuali ulteriori consultazioni con gli uffici dell'autorità di vigilanza), le Linee Guida da validare vengono sottoposte alla CONSOB; segue la loro formale validazione da parte dell'autorità e la successiva pubblicazione a cura dell'associazione degli intermediari. È questo, in sintesi, il processo che ha portato alla validazione delle Linee Guida presentate da Assogestioni in materia di contratto di gestione di portafogli, obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza e *best execution*.

## Le Linee Guida in materia di contratti relativi al servizio di gestione di portafogli

Le Linee Guida sui "Contratti relativi al servizio di gestione di portafogli" sono state validate dalla CONSOB in data 5 agosto 2009. Tali Linee Guida offrono alle società un supporto per la predisposizione dei contratti da stipulare con i clienti in merito alla prestazione del servizio di gestione di portafogli. Il Regolamento Intermediari adottato dalla CONSOB<sup>1</sup> infatti - in linea con la corrispondente normativa comunitaria e a differenza della normativa italiana precedentemente in vigore - si limita a "individuare genericamente il contenuto minimo dei suddetti contratti ove stipulati con clienti al dettaglio, senza fornire alcuna puntuale specificazione in merito"<sup>2</sup>. Le Linee Guida contengono anche alcune indicazioni sulle informazioni da fornire ai clienti (professionali e al dettaglio) in via precontrattuale, o comunque prima della prestazione del servizio di gestione di portafogli.

Il testo delle Linee Guida si compone di due Titoli. Il primo è dedicato ai principi generali, tra i quali assumono particolare rilevanza quelli inerenti agli obblighi di informativa

<sup>1</sup> Delibera CONSOB n.16190 del 29 ottobre 2007, artt. 37 e 38.

<sup>2</sup> Linee Guida sui "Contratti relativi al servizio di gestione di portafogli", Assogestioni, pag. 3.

precontrattuale. Il Titolo II descrive invece il contenuto minimo del contratto di gestione di portafogli con clienti al dettaglio, al fine di agevolare l'individuazione delle modalità di trasposizione, in tale contratto, delle prescrizioni previste dal Regolamento Intermediari. La mancata formulazione di uno standard di contratto dipende dall'esigenza di lasciare spazio alla varietà di soluzioni negoziali adottabili dalle società.

## Le Linee Guida in materia di obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza

Le Linee Guida sugli "Obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza delle SGR" intendono fornire alle società alcuni principi volti ad agevolare la concreta applicazione degli obblighi previsti dal Regolamento Intermediari. In particolare, le SGR devono effettuare la valutazione di adeguatezza in relazione alla prestazione del servizio di gestione di portafogli, del servizio di consulenza in materia di investimenti e dell'attività di commercializzazione diretta di quote o azioni di OICR abbinata al servizio di consulenza in materia di investimenti; viceversa, le SGR devono procedere alla valutazione di appropriatezza nello svolgimento dell'attività di commercializzazione diretta di quote o azioni di OICR, eventualmente preceduta dall'attività di consulenza cosiddetta generica. Nel caso in cui i prodotti o i servizi delle SGR siano offerti da altri intermediari abilitati, le Linee Guida definiscono alcuni principi finalizzati a meglio chiarire la ripartizione di compiti e di responsabilità tra l'SGR e i distributori del prodotto o del servizio.

Le Linee Guida si articolano in due Parti, la prima delle quali è a sua volta ripartita in cinque Titoli, il cui contenuto riflette il procedimento logico che le società dovrebbero compiere nell'applicazione dell'obbligo di valutazione dell'adeguatezza. La medesima impostazione caratterizza anche per la seconda Parte, relativa alla valutazione dell'appropriatezza. Sia la prima che la seconda parte, dal punto di vista contenutistico, comprendono inoltre indicazioni relative agli obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza in casi specifici, quali ad esempio i rapporti delegati, i rapporti intestati a più soggetti o i rapporti facenti capo a società fiduciarie.

## Le Linee Guida in materia di *best execution*

Alla luce degli orientamenti emersi a livello comunitario e nazionale sulla *best execution*, Assogestioni ha predisposto le Linee Guida per la "*Best execution* nella

gestione di patrimoni”, a uso delle società che trasmettono ordini ad altre entità, provvedono direttamente alla loro esecuzione oppure utilizzano entrambe le modalità operative. Il documento delinea alcuni principi applicativi, anche di natura procedurale, volti a favorire lo sviluppo di una prassi conforme alle disposizioni del Regolamento Intermediari e alle indicazioni fornite dal CESR nel documento “*Best execution under MiFID*”<sup>3</sup>.

La parte I delle Linee Guida illustra i principi applicativi per la trasmissione degli ordini e dedica particolare attenzione al processo di selezione delle entità e al contenuto della strategia di trasmissione, senza tralasciare le problematiche legate all’assenza di una disciplina dettagliata per il monitoraggio e per il riesame. La parte II, invece, affronta gli aspetti di maggior rilevanza per l’esecuzione degli ordini, come per esempio la selezione delle sedi di esecuzione, il contenuto della strategia di esecuzione, la comunicazione delle informazioni, il monitoraggio e la revisione. La parte III delinea per entrambe le modalità operative alcune procedure - anche con riferimento agli strumenti finanziari illiquidi - che la società dovrebbe adottare allo scopo di garantire una corretta ed efficace applicazione della disciplina sulla *best execution*. Infine, viene definito un modello di documento informativo sulla strategia di esecuzione e/o di trasmissione.

---

<sup>3</sup> CESR, *Best execution under MiFID, Questions and answers*, 2007.

## **Che cosa cambia nella gestione collettiva del risparmio con l'applicazione della direttiva *Eligible Assets***

Deborah Anzaldi

La Banca d'Italia ha recepito la direttiva *Eligible Assets* e la raccomandazione della Commissione Europea sull'uso degli strumenti derivati da parte degli OICR. Il Provvedimento - che ha sostituito il capitolo III del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, emanato nel 2005 e dedicato alle regole sul contenimento e il frazionamento del rischio - amplia gli strumenti finanziari in cui i fondi armonizzati possono investire, e introduce nuovi sistemi per misurare e controllare il rischio.

Il Provvedimento della Banca d'Italia del 16 dicembre 2008 ha recepito la direttiva *Eligible Assets* (2007/16/CE del 19 marzo 2007) e la raccomandazione della Commissione Europea 2004/383/CE (27 aprile 2004) sull'uso degli strumenti derivati da parte dei fondi. Il Provvedimento ha introdotto anche altre modifiche, avendo accolto le Linee Guida del CESR in tema d'investimenti ammissibili (CESR/07-044) e di classificazione degli indici di hedge funds come indici finanziari (CESR/07-434).

Con tali recepimenti la gestione italiana del risparmio cambia pagina e fa un altro passo avanti verso un comune standard europeo. L'adeguamento ha determinato la sostituzione del capitolo III del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio (Provvedimento del 14 aprile 2005), che riguarda i divieti e le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, e l'aggiunta di un allegato (V.3.3) che disciplina i modelli interni per calcolare l'esposizione complessiva in strumenti finanziari derivati.

Le esigenze generali che il nuovo assetto normativo ha inteso contemperare sono fondamentalmente due: da un lato permettere agli organismi d'investimento collettivo di adottare tecniche di investimento moderne e in linea con la costante evoluzione dei mercati finanziari, dall'altro lato continuare a garantire la miglior tutela degli investitori, introducendo la possibilità di ricorrere ad avanzate tecniche di misurazione e monitoraggio costante dei rischi.

Obiettivo della direttiva *Eligible Assets* è, infatti, quello di chiarire i criteri di base applicabili alla definizione di valore mobiliare, per valutare se una categoria di strumenti finanziari sia ammissibile per essere detenuta da un organismo d'investimento collettivo. Ciò al fine di assicurare un'applicazione uniforme, a livello comunitario, della direttiva 85/611/CEE e dei suoi successivi aggiornamenti.

Proprio per la costante evoluzione tecnica dei mercati finanziari, infatti, erano sorti alcuni dubbi interpretativi sull'ammissibilità di alcune *asset class*. Tra questi, la necessità di chiarire lo status degli strumenti finanziari collegati al rendimento di altre attività, comprese quelle cui non si fa riferimento nella direttiva. Rimaneva inoltre un margine di incertezza sull'ammissibilità delle quote dei fondi chiusi, pure negoziate su mercati regolamentati. Occorreva un'opera di approfondimento e di chiarificazione per quanto riguarda l'operatività in strumenti finanziari derivati, con particolare riferimento alla possibilità di prendere posizioni sintetiche corte, per i quali è necessario assicurare un'applicazione uniforme.

Al fine di delineare alcuni principi fondamentali comuni in materia di misurazione del rischio, e per assicurare un approccio armonizzato degli stessi, è invece intervenuta la raccomandazione della Commissione Europea 2004/383/CE. Le società di gestione sono infatti tenute ad applicare solide procedure di misurazione del rischio, per garantire che i rischi connessi alle attività detenute dai fondi siano monitorati, misurati e gestiti in modo corretto e accurato. A tal fine la raccomandazione è intervenuta indicando delle metodologie possibili in materia di misurazione del rischio e chiarendo le condizioni per l'uso dei seguenti approcci: l'approccio fondato sugli impegni (*commitment approach*), l'approccio del valore a rischio (VaR) e i test di stress (*stress test*).

Ma con il recepimento della direttiva, che cosa cambia in pratica nella gestione degli organismi di investimento collettivo? Ecco in sintesi le principali novità introdotte dal Provvedimento.

### Oggetto di investimento

Il Provvedimento della Banca d'Italia aggiorna e definisce meglio le attività in cui un fondo può investire, in alcuni casi ampliando il novero dei beni ammissibili.

Per investire in strumenti finanziari derivati quotati, che hanno come oggetto indici finanziari, sono state chiarite le caratteristiche che questi indici devono avere per essere considerati investimenti ammissibili. In particolare viene indicato che i sottostanti devono essere adeguatamente diversificati, rappresentare un parametro di riferimento appropriato ed essere resi pubblici in modo adeguato. È stato inoltre precisato che l'investimento in questi derivati è possibile anche nel caso in cui il sottostante sia rappresentato da attività diverse da quelle ammissibili. Entrando più nello specifico, è possibile investire in strumenti finanziari derivati quotati che hanno come oggetto indici di hedge funds a condizione che vengano rispettate le Linee Guida del CESR/07-434, in aggiunta alle disposizioni del Provvedimento della Banca d'Italia.

Il Provvedimento, nel recepire la possibilità di investire in strumenti finanziari derivati creditizi (investimento già ammissibile a seguito della modifica del TUF dello scorso maggio 2007), specifica che l'investimento è possibile a condizione che sia associato ad attività in cui il fondo può investire e che le forme di regolamento dello strumento non prevedano la consegna di attività diverse da quelle in cui il fondo può investire. L'investimento in derivati creditizi è possibile sia nel caso in cui il rischio venga trasferito a parti terze, sia che venga assunto dal fondo.

I fondi possono investire anche in quote di fondi chiusi (quotati e non) aventi forma giuridica diversa da quella contrattuale. L'ammissibilità dell'investimento è subordinata alla verifica di determinate condizioni riguardanti la *governance*, la protezione dell'investitore e la liquidità delle quote. In tema di *governance*, in particolare, le società dovranno verificare l'esistenza di meccanismi equivalenti a quelli stabiliti per le società di capitali, facendo riferimento alle indicazioni del CESR. In considerazione della relativa disciplina esistente, nel caso di fondi di diritto italiano tale equivalenza si ritiene verificata.

Infine, è possibile investire anche in strumenti finanziari che siano collegati al rendimento di attività che possono essere anche non ammissibili. È stato inoltre chiarito che se il collegamento con il sottostante o con un altro componente dello strumento consiste in un elemento che deve essere considerato come uno strumento derivato incorporato, lo strumento finanziario rientra nella sottocategoria dei valori mobiliari che incorporano un elemento derivato. Ne consegue che rispetto a tale elemento devono applicarsi i criteri riguardanti gli strumenti derivati.

## Calcolo dell'esposizione in derivati

Il limite prudenziale relativo all'esposizione complessiva in strumenti finanziari derivati può essere calcolato, a scelta della società di gestione, secondo il preesistente metodo degli impegni o secondo un modello interno. Nel secondo caso, le SGR verificheranno l'esposizione al rischio di mercato del portafoglio del fondo attraverso modelli basati su sistemi VaR, integrati con altre forme di misurazione e controllo del rischio (quali gli *stress test*).

La possibilità di adottare un modello interno è condizionata dal soddisfacimento di una serie di criteri qualitativi e quantitativi definiti dalla Banca d'Italia, oltre che dalla verifica da parte della stessa autorità dell'effettiva adeguatezza del modello.

## Operatività in strumenti derivati

Con il recepimento della direttiva *Eligible Assets*, si amplia l'insieme delle attività che è possibile detenere a fronte di posizioni corte in strumenti finanziari derivati, affinché tali operazioni non si configurino come vendite allo scoperto. Il fondo, in particolare, deve detenere disponibilità liquide, strumenti di debito liquidi o strumenti finanziari, purché *liquidi* e correlati positivamente con il sottostante degli strumenti derivati, per un ammontare tale che, al netto di uno scarto di garanzia, permetta di fronteggiare le obbligazioni di pagamento. Sono definite liquide le attività che "possono essere convertite in contanti entro sette giorni lavorativi, a un prezzo molto prossimo alla valutazione dello strumento finanziario nel mercato di riferimento". I criteri per identificare lo scarto di garanzia devono essere predisposti dalla funzione di gestione del rischio e approvati dall'organo amministrativo della società di gestione.

## Le tecniche per la gestione efficiente del portafoglio

Il Provvedimento ha infine fatto cadere tutte le disposizioni di dettaglio che regolavano le operazioni di pronti contro termine (PCT), riporto, prestito titoli e altre assimilabili, richiamando i principi stabiliti dalla direttiva *Eligible Assets* in materia di tecniche e strumenti utilizzabili dalle SGR per un'efficiente gestione del portafoglio. Per realizzare tali operazioni, le società devono costantemen-

te controllarne i rischi. Le operazioni devono inoltre essere economicamente appropriate e realizzate alternativamente per ridurre il rischio del fondo, per ridurre i costi, per generare capitale oppure per generare reddito aggiuntivo.

## La direttiva AIFM e le nuove regole per i gestori di fondi alternativi

Adottata al termine di un lungo dibattito, la nuova direttiva in materia di gestori di fondi alternativi introdurrà regole comuni che innoveranno il quadro normativo dell'UE. In particolare, con il nuovo "passaporto europeo" il gestore di fondi alternativi potrà operare su tutto il territorio dell'Unione, e specifiche regole saranno applicabili ai gestori di fondi alternativi non-UE. Il nuovo regime comunque entrerà in vigore solo gradualmente, per permettere un'attenta verifica e la soluzione dei problemi che dovessero sorgere.

Il Parlamento Europeo, nel novembre del 2010, ha approvato a larga maggioranza la direttiva AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*), che intende disciplinare l'autorizzazione, l'operatività e la trasparenza dei gestori di fondi di investimento alternativi, gestiti e/o commercializzati all'interno dell'Unione Europea. La nuova normativa sostituirà i 27 attuali sistemi nazionali, diversi tra loro, così facilitando, tra l'altro, la commercializzazione di questi fondi grazie all'adozione di regole comuni.

Il provvedimento riguarda la gestione, a livello europeo, di oltre 2.100 miliardi di euro. A tanto ammonta, infatti, il giro d'affari in fondi riservati, fondi hedge, fondi immobiliari e altri tipi di fondi alternativi. In relazione all'importo delle masse gestite, i gestori italiani coinvolti nell'ambito di applicazione della direttiva sono classificati al secondo posto in Europa (dopo la Gran Bretagna) per quanto riguarda i fondi hedge, e al terzo posto per i fondi immobiliari. Viene così concessa l'opportunità al gestore *alternative* UE di commercializzare un proprio fondo in uno qualsiasi dei 27 Stati membri dell'Unione Europea, senza chiedere una preventiva autorizzazione a ciascuno Stato membro.

La direttiva è il risultato di un lungo processo normativo. Nel gennaio del 2010 la presidenza spagnola dell'Unione Europea, continuando il lavoro della presidenza svedese e alla luce di quanto espresso dal Parlamento Europeo, ha predisposto una nota di comparazione delle diverse proposte di direttiva su alcune questioni

di rilievo. Questo documento ha costituito la base per la prosecuzione dei lavori di elaborazione del provvedimento, che già aveva vissuto un *iter* complicato: l'iniziale proposta della Commissione Europea, dell'aprile del 2009, è stata seguita nel novembre dello stesso anno da un testo di compromesso predisposto dalla presidenza svedese e da un rapporto presentato al Parlamento Europeo da Jean-Paul Gauzès, componente della Commissione affari economici e monetari.

Infine, nel corso del 2010, nonostante la presidenza svedese avesse dichiarato che la direttiva era pronta all'80%, si sono confrontate due bozze diverse, oltre a differenti proposte in merito ad alcuni dei temi più sensibili quali l'ambito di applicazione della direttiva, le modalità di valutazione degli *assets* del fondo, le remunerazioni dei gestori, il depositario e le modalità di circolazione dei fondi alternativi domiciliati fuori dall'Unione Europea. Il Parlamento Europeo, infine, ha elaborato una soluzione di compromesso tra i Paesi che chiedevano requisiti rigidi fin da subito, per la concessione del "passaporto" per operare all'interno del mercato unico dell'Unione Europea a 27, e quei Paesi - Gran Bretagna in testa - che temevano che una normativa troppo rigida e costosa avrebbe potuto provocare l'esodo in massa delle società hedge verso piazze finanziarie fuori dai confini comunitari, in particolare la Svizzera.

Il Parlamento Europeo ha fissato i requisiti perché un gestore europeo possa beneficiare del "passaporto" necessario per operare su tutto il territorio dell'Unione Europea. La direttiva consentirà inoltre ai gestori non europei di fondi alternativi, a determinate condizioni, di commercializzare tali prodotti presso gli investitori professionali UE senza dover chiedere la preventiva autorizzazione a ciascuno Stato membro.

### Il regime transitorio e il monitoraggio dell'impatto della nuova normativa

Per quanto concerne l'attuazione della direttiva, si è deciso di prevedere un regime transitorio diluito nel tempo: la direttiva sui gestori di fondi alternativi deve essere recepita entro due anni dalla sua entrata in vigore, e l'applicazione di tale direttiva consentirà di poter ottenere il "passaporto" immediatamente soltanto agli AIFM costituiti nell'Unione Europea.

Soltanto quattro anni dopo l'entrata in vigore della AIFMD, il passaporto potrà essere rilasciato anche agli AIFM non-UE, dopo che la Commissione

Europea abbia adottato le misure attuative aventi a oggetto tale passaporto. La direttiva prevede inoltre un periodo della durata di ulteriori tre anni, in cui potranno coesistere sia il passaporto UE sia i regimi di *private placement* dei singoli Stati membri.

Infine, trascorso questo periodo di coesistenza del doppio regime - nazionale e comunitario - i regimi nazionali potrebbero cedere il passo a quello comunitario, con l'emanazione di un provvedimento da parte della Commissione Europea.

### Alcune delle regole più significative della nuova direttiva

Tra le regole di maggior rilievo della nuova direttiva si segnalano quelle in tema di responsabilità dei depositari, che prevedono un regime più stringente rispetto alla proposta iniziale della Commissione Europea.

La direttiva, infatti, stabilisce che il depositario possa delegare a un terzo alcune delle proprie funzioni, senza che ciò incida sulla relativa responsabilità. In particolare, il depositario è responsabile in caso di perdita degli *assets* del fondo da parte dello stesso o del terzo delegato e, pertanto, deve restituire al fondo *assets* della medesima tipologia o il relativo controvalore. Allo stesso tempo, tuttavia, la direttiva consente al depositario - al ricorrere di determinate condizioni - di trasferire detta responsabilità al terzo subdepositario; peraltro, in tale ultima ipotesi, il gestore ha comunque la possibilità di rivolgersi al terzo, direttamente o indirettamente, in caso di perdita di *assets*.

La direttiva contiene altresì specifiche regole in tema di remunerazione del *management*. In base a tali regole, tra l'altro, non devono essere incentivate operazioni speculative che comportino l'assunzione di un eccessivo livello di rischio nel breve termine e almeno il 40% della componente variabile della remunerazione dei dirigenti deve essere erogata solo al termine di un periodo minimo predefinito, per garantire che tale importo remunerativo benefici di lunga durata. È stato così introdotto l'obbligo per i gestori di adottare politiche in tema di remunerazione che applichino i principi previsti nella direttiva in modo appropriato con la natura, le dimensioni e la complessità delle attività dei gestori e dei fondi gestiti. È inoltre previsto che all'interno del rendiconto del fondo siano fornite alcune informazioni in tema di remunerazioni.

Per quanto concerne la valutazione degli *assets* dei fondi alternativi, la direttiva prevede che il gestore debba garantire, per ciascun fondo, procedure appropriate e volte ad assicurare l'adeguatezza e l'indipendenza di tale valutazione. Detta valutazione può essere effettuata alternativamente da un valutatore esterno indipendente ovvero dallo stesso gestore, purché la funzione incaricata di provvedere a tale attività sia funzionalmente indipendente dalla funzione di gestione del portafoglio, e a condizione che la politica di remunerazione e altre misure assicurino che i conflitti di interesse siano minimizzati.

La nuova normativa prevede, infine, una serie di obblighi per i gestori di particolari tipologie di fondi alternativi. In particolare, i gestori di fondi che acquisiscono il controllo di società quotate e non quotate devono comunicare detta acquisizione, rendere disponibile la politica adottata per la prevenzione e la gestione dei conflitti d'interesse tra lo stesso gestore, il fondo alternativo e la società di cui è stato acquisito il controllo, nonché rispettare le regole in tema di *asset stripping* finalizzate a limitare le operazioni puramente speculative; i gestori di fondi che impiegano la leva finanziaria sono soggetti a oneri informativi aggiuntivi correlati ai rischi sistemici che i fondi in questione possono generare.

## SGR più autonome per tutelare meglio il risparmio

Nel giugno del 2010 il Consiglio direttivo di Assogestioni ha approvato il *Protocollo di Autonomia per la gestione dei conflitti d'interessi*. Raccomandazioni e procedure accrescono il ruolo dei consiglieri indipendenti, rafforzano l'autonomia decisionale e imprenditoriale delle SGR nei gruppi d'appartenenza, limitano il cumulo delle funzioni che possono incidere nelle scelte di gestione del patrimonio. Dal 2011, ogni anno, le SGR dovranno dichiarare se e in quale misura intendono aderire, motivando eventuali decisioni contrarie.

Centralità dei consiglieri indipendenti, maggiore autonomia decisionale e imprenditoriale delle SGR all'interno dei gruppi d'appartenenza, vincoli più stringenti sul cumulo delle funzioni che possono concretamente incidere nelle scelte di gestione del patrimonio: questi sono i punti chiave del *Protocollo di Autonomia per la gestione dei conflitti d'interessi* nelle società di gestione del risparmio. Il documento, approvato il 19 giugno 2010 dal Consiglio direttivo di Assogestioni, ha sostituito il Protocollo di Autonomia per le società di gestione del risparmio, con l'obiettivo di rafforzare la tutela del risparmio.

Le novità introdotte riflettono le linee d'intervento contenute nel *Rapporto del Gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani* istituito dalla Banca d'Italia, in particolare in merito al rafforzamento dell'autonomia decisionale e imprenditoriale delle SGR all'interno dei gruppi d'appartenenza. Il Protocollo riflette, inoltre, le modifiche intervenute nel quadro normativo in seguito al recepimento della direttiva MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*) in tema d'identificazione e gestione dei conflitti d'interessi nella prestazione dei servizi d'investimento e del servizio di gestione collettiva. Il nuovo Protocollo, dunque, va oltre la revisione del precedente, valorizzandone le qualità di strumento per gestire i conflitti d'interesse di SGR e SICAV. Questo spiega anche il cambio della denominazione: da *Protocollo di Autonomia per le società di gestione del risparmio* a *Protocollo di Autonomia per la gestione dei conflitti d'interessi*.

### Comply or explain: le SGR dovranno motivare l'eventuale non adesione

Il nuovo Protocollo di Autonomia non ha carattere vincolante: le società associate saranno libere di aderirvi. Tuttavia, dovranno informare Assogestioni della decisione assunta, attraverso una relazione che specificherà in quale misura intendano aderire e le ragioni che hanno eventualmente indotto a non seguire alcune o tutte le raccomandazioni; oppure, in caso di mancata adesione, le ragioni che l'hanno originata. Vale, pertanto, il principio del *comply or explain*. La relazione dovrà essere presentata entro il 30 giugno di ogni anno, a partire dal 2011. Assogestioni predisporrà una Guida alla redazione e costituirà un gruppo di lavoro consultivo permanente per fornire assistenza alle associate su ogni aspetto interpretativo e applicativo.

### I contenuti del nuovo Protocollo di Autonomia

Il Protocollo contiene raccomandazioni in tema d'identificazione dei conflitti d'interesse, misure e procedure per gestirli. Le raccomandazioni richiamano i criteri generali che le società devono osservare nella prestazione del servizio di gestione collettiva e dei servizi d'investimento.

Con riferimento all'attività di gestione di patrimoni (collettivi e individuali), si raccomanda alle società di suddividere le situazioni più comuni di conflitti d'interessi in tre categorie: relativi alla selezione degli investimenti, alla scelta delle controparti e all'esercizio del diritto di voto. Le misure organizzative si sostanziano nell'individuazione delle competenze (in tema di conflitti d'interessi) di organi e funzioni aziendali, nella puntuale definizione delle attribuzioni dei consiglieri indipendenti e nella disciplina del cumulo di funzioni.

### La centralità dei consiglieri indipendenti

Il Protocollo di Autonomia raccomanda che i consiglieri indipendenti siano presenti in *numero significativo* rispetto alle dimensioni dell'organo con funzione di supervisione strategica e all'operatività societaria. Non si parla più, pertanto, di *numero sufficiente*: un cambio di aggettivazione che enfatizza la centralità del ruolo degli indipendenti.

Nelle società che si avvalgono di comitati specializzati (controllo interno, *compliance*, remunerazione), questi devono essere presieduti da un consigliere indipendente ed essere composti in maggioranza da consiglieri indipendenti. Aumentano inoltre le ipotesi in cui un soggetto non può considerarsi indipendente, introducendo un criterio selettivo più rigoroso. Un ruolo importante è attribuito al parere degli indipendenti, seguendo l'impostazione adottata da CONSOB e Banca d'Italia.

### Vincoli più stretti sul cumulo di funzioni

Un'altra misura organizzativa raccomandata riguarda la disciplina del cumulo di funzioni. Anche in questo caso sono stati ripresi i principi del precedente Protocollo, pur provvedendo alle integrazioni rese necessarie da quanto previsto nel *Rapporto del Gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani*. Al fine di rafforzare l'autonomia della SGR dal gruppo di appartenenza, il nuovo protocollo ha ampliato il novero dei soggetti nei confronti dei quali si applica il limite al cumulo di funzioni, prevedendo (tra l'altro) che i componenti del CdA della SGR non possano allo stesso tempo ricoprire cariche all'interno della società del gruppo che presta, a favore del fondo, attività di banca depositaria, di negoziazione o collocamento. La differenza con il passato è che prima il divieto riguardava solo i titolari di deleghe di gestione mentre con il nuovo protocollo si estende il limite al cumulo di funzioni all'intero consiglio di amministrazione della SGR e della società del gruppo. Il Protocollo considera anche i rapporti tra SGR e società emittenti i cui titoli siano presenti nei patrimoni gestiti. Anche in tal caso sono state ampliate (rispetto al vecchio protocollo) le ipotesi di divieto di cumulo di funzioni, includendovi il presidente (munito di deleghe), i membri del comitato esecutivo o l'amministratore delegato, il direttore generale e gli altri dirigenti con deleghe operative.

### Le procedure per gestire i conflitti d'interesse

Il Protocollo di Autonomia mantiene, con alcune modifiche, le raccomandazioni contenute nel precedente Protocollo sulle operazioni con società del gruppo, soci o loro esponenti, i servizi e le convenzioni riguardanti gli OICR, l'esercizio del diritto di voto. Fornisce indicazioni dettagliate sul registro dei conflitti d'interesse, che li identifica secondo l'ordine con il quale sorgono o possono sorgere

in relazione ai flussi informativi ricevuti e all'operatività che le società intendono porre in essere. Spetterà alla funzione di *compliance* istituire e aggiornare periodicamente il registro. Sono infine previste raccomandazioni in tema di verifica e aggiornamento delle situazioni di conflitto d'interesse e delle misure e procedure adottate, attribuendo all'organo con funzione di supervisione strategica il compito di revisionarle almeno ogni anno.

## Il nuovo sistema europeo di vigilanza sui servizi finanziari

Manuela Mazzoleni

La nuova architettura di vigilanza sui servizi finanziari prevede maggiori poteri per le autorità europee, che potranno coordinare le autorità nazionali e gli operatori ma anche, ove si rendesse necessario, dettare vincoli al loro comportamento. Un nuovo organismo, l'ESRB, monitorerà a livello macroeconomico il grado di rischio del mercato, mentre tre autorità settoriali vigileranno su mercati, banche e assicurazioni e fondi pensione. Le autorità nazionali manterranno un ruolo fondamentale, ma l'obiettivo è rafforzare il mercato unico anche attraverso l'adozione di standard tecnici uniformi.

Il 1° gennaio 2011 diventerà operativo il nuovo sistema di vigilanza dei servizi finanziari nell'ambito dell'Unione Europea, parte integrante delle iniziative lanciate dalle istituzioni europee in risposta alla crisi del 2008, culminata nel *default* di Lehman Brothers. La riforma, elaborata dalla Commissione e discussa sia con il Parlamento sia con le voci rappresentative del mercato finanziario, ha preso avvio nel 2008 con il rapporto del gruppo dei "saggi" presieduto da Jacques de Larosière, da cui emerse la necessità di accrescere il coordinamento tra le autorità europee sia a livello di regolamentazione che di struttura e organizzazione dell'attività di vigilanza. A questo proposito, venne formulata la proposta di creare un Sistema europeo per la vigilanza (ESFS) e un Sistema di monitoraggio e allerta sui rischi finanziari di sistema (ESRC). Inoltre, il gruppo all'epoca formulò la proposta di sviluppare un nucleo di norme armonizzate da applicare in tutti i Paesi europei, con un forte impatto positivo sui costi e l'efficienza dei mercati. In quella sede inoltre venne resa nota la posizione dell'EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*), frutto dei lavori del *working group* a cui ha partecipato anche Assogestioni. In quella sede l'associazione europea si pronunciò a favore del potenziamento delle risorse e dei poteri dell'autorità di vigilanza europea, attraverso il rafforzamento dei tre comitati di coordinamento - CESR (mercati finanziari), CEIOPS (settore assicurativo) e CEB (banche) - e la creazione dell'ESRC (*European System Risk Council*), nell'ambito delle misure tese a ottenere un miglior controllo del rischio e della sua distribuzione all'interno del sistema. Infine, l'EFAMA si schierò a favore di un più stringente controllo e regolamentazione sulle agenzie di rating.

## La riforma

Il testo approvato dal Parlamento Europeo ha accolto in buona parte le raccomandazioni del rapporto de Larosière. In particolare, la nuova architettura di vigilanza prevede un accrescimento dei poteri delle autorità europee, rendendole capaci non solo di coordinare le autorità nazionali e gli operatori ma anche, ove si rendesse necessario, di dettare vincoli al loro comportamento. La riforma, però, almeno in questa fase non si è spinta a proporre la creazione di un'autorità europea che si sostituisca alle autorità nazionali, ritenute più adatte e meglio posizionate per svolgere l'attività di vigilanza a livello microeconomico.

La riforma prevede comunque la creazione di un nuovo organismo (*European Systemic Risk Board*, ESRB) a cui affidare la responsabilità del monitoraggio del rischio finanziario nel mercato e l'istituzione di un sistema europeo (*European System of Financial Supervisors*, ESFS) articolato in tre autorità di vigilanza, destinate a sostituire, superandole, le commissioni già esistenti (CESR, CEBS e CEIOPS). Analogamente a queste ultime, le tre autorità si articoleranno sulle diverse competenze settoriali: ESMA (*European Securities and Market Authority*), EBA (*European Banking Authority*) e EIOPA (*European Insurance and Occupational Pension Authority*). Le tre nuove autorità, denominate ESA (*European Securities Authorities*), avranno un ruolo di coordinamento delle autorità nazionali ma saranno dotate anche di poteri di vigilanza diretti e di intervento nei mercati: toccherà a loro infatti dirimere i conflitti tra le autorità nazionali, imponendo se necessario la propria decisione. Potranno altresì intervenire direttamente e su propria iniziativa presso gli operatori in caso di inazione da parte delle singole autorità nazionali per far rispettare le normative europee. Le ESA potranno anche sospendere lo scambio di prodotti finanziari considerati dannosi o pericolosi e richiedere alla Commissione di elaborare proposte per la messa al bando permanente di tali prodotti.

Le ESA svolgeranno, dunque, il compito di vigilanza a livello microeconomico. In parallelo, toccherà all'ESRB il ruolo di monitorare e valutare le potenziali minacce alla stabilità del mercato dal punto di vista macroeconomico. L'ESRB, in una prospettiva integrata delle varie autorità, costituirà un sistema di *early warning* che segnali tempestivamente l'accumulo di rischio in alcune parti del mercato, anche tenendo conto dell'interdipendenza degli operatori. All'ESMA toccherà la supervisione diretta sulle attività delle agenzie di rating. Data la natura dei servizi di rating, che non sono legati a uno specifico territorio ma

vengono utilizzati in contemporanea in tutta Europa, si è scelto di procedere a un sistema centralizzato di controllo a livello comunitario. L'ESMA avrà così il potere esclusivo di richiedere informazioni, avviare inchieste e svolgere attività di ispezione nei confronti delle agenzie di rating.

Il Parlamento Europeo ha poi sposato la tesi che all'ESMA sia affidato anche il potere sanzionatorio nei confronti delle agenzie. Oltre alla funzione di vigilanza, le ESA, in un'ottica di supporto e di rafforzamento del mercato unico, avranno il compito di lavorare verso la convergenza degli standard tecnici, cooperando alla redazione di un "libro delle regole" unico, che possa essere applicato direttamente a tutte le istituzioni finanziarie. La trasformazione delle tre commissioni nelle tre nuove autorità dovrà essere completata entro il 1° gennaio 2011, data in cui il nuovo sistema diventerà operativo. La Commissione Europea svolgerà una valutazione periodica del nuovo sistema, per valutarne l'efficacia e proporre eventuali modifiche. La prima verifica è prevista al termine del triennio iniziale.

A close-up photograph of a weathered wooden park bench. The backrest of the bench is engraved with the words "CITY OF LONDON" in a simple, sans-serif font. The bench is positioned in front of a dense, vibrant flower bed. The flowers are a mix of bright yellow and deep purple, with green foliage interspersed. The lighting is soft, suggesting an overcast day or late afternoon. The overall scene is peaceful and scenic.

CITY OF LONDON

# PREVIDENZA INTEGRATIVA

## Previdenza complementare, rivedere il quadro normativo per impostare il bilancio

Arianna Immacolato e Sonia Maffei

Gli strumenti del secondo pilastro sono ancora poco diffusi tra i lavoratori in Italia. Diverse sono le ragioni, e tra queste non possono di certo mancare la sussistenza di radicati pregiudizi, anche dovuti alla scarsa conoscenza dei prodotti e degli effetti delle recenti riforme sulle pensioni di primo pilastro, nonché la scarsa efficacia degli incentivi economici e fiscali. Aumentare la diffusione tra le piccole e medie imprese, migliorare la *governance* dei fondi, garantire il diritto alla portabilità, rafforzare le regole per l'offerta e la distribuzione dei prodotti, riformare il regime fiscale, prevedere discipline diverse nell'erogazione delle prestazioni: questi sono alcuni dei punti indicati da Assogestioni per una possibile riforma del settore, necessaria per raggiungere l'obiettivo di uno sviluppo più solido ed equilibrato.

A tre anni dall'entrata in vigore della nuova disciplina sulla previdenza complementare, lo sviluppo del settore appare ancora lontano da quanto auspicato. Alla fine del 2008 il tasso medio di adesione si era attestato attorno al 20%, con 430 mila nuove adesioni, con un incremento percentuale di circa 9 punti rispetto al 2007 (che si riduce al 6,4% se si tiene conto delle uscite di 140 mila iscritti). Il trend non si è modificato negli ultimi anni: nel dicembre del 2009 gli iscritti alla previdenza complementare erano oltre 5 milioni, 152 mila in più rispetto all'anno precedente. Nel settembre del 2010 il totale è salito di 177 mila unità, con un incremento del 3,4%. Le stime governative prevedevano che l'impatto della nuova normativa, e in particolare il meccanismo dell'adesione tacita, avrebbero dovuto innalzare il tasso di adesione alla previdenza complementare dei lavoratori dipendenti al 55% entro il 2008: un obiettivo largamente disatteso, visto che alla fine del 2008 risultavano iscritti alla previdenza complementare meno di 5 milioni di lavoratori, a fronte di un totale di oltre 23 milioni di persone tra occupati e potenzialmente aderenti.

In sostanza, la previdenza complementare non ha raggiunto i risultati ipotizzati al momento del suo avvio. Non solo: non è decollata soprattutto tra chi ne

avrebbe avuto più bisogno, a partire dai più giovani. La percentuale degli iscritti fra i 15 e i 34 anni, infatti, è oggi largamente inferiore all'incidenza di questa classe sul totale dei lavoratori; al contrario, la percentuale degli iscritti fra i 45 e i 54 anni è molto superiore all'incidenza della stessa classe di età sul totale degli occupati. Inoltre i tassi di adesione ai fondi contrattuali dei settori industriali, con buona presenza di imprese medie e grandi, non sono stati parallelamente raggiunti nelle imprese di piccole e piccolissime dimensioni, che invece rappresentano la maggioranza in Italia. Questo perché si tratta di imprese che generalmente non aderiscono alle associazioni datoriali, che stipulano i contratti collettivi nazionali di lavoro, e dove non si costituiscono rappresentanze sindacali. Ne deriva che un'ampia categoria di lavoratori dipendenti e precari resta coperta dal solo pilastro pubblico, ormai insufficiente. I giovani lavoratori che sono inseriti in schemi di primo pilastro a ripartizione puramente o prevalentemente contributiva - e che avranno perciò una copertura pubblica insufficiente a garantire un adeguato tenore di vita in età pensionistica (con un tasso di sostituzione inferiore al 50%) - hanno bassi e insufficienti tassi di adesione al secondo pilastro, e la maggior parte dei lavoratori continua a mantenere in azienda il proprio TFR.

Nonostante ciò, il tema delle pensioni continua a essere di attualità, non solo in Italia. Nel corso del primo semestre del 2010, la Commissione Europea ha pubblicato il Libro verde "Verso sistemi pensionistici adeguati, sostenibili e sicuri in Europa" che attesta l'importanza attribuita alle politiche pensionistiche, e la necessità di trovare in tempi brevi soluzioni adeguate in un quadro di armonizzazione a livello comunitario. Il documento mira alla formulazione di specifiche proposte in materia, anche tramite iniziative legislative. A questo proposito Assogestioni, nel corso di un'audizione parlamentare svolta nell'ambito delle consultazioni sul Libro verde, ha voluto sottolineare che "le proiezioni relative all'andamento demografico e l'innalzamento dell'aspettativa di vita impongono all'Unione Europea e all'Italia che le finanze pubbliche si dotino, con urgenza, di sistemi sostenibili che garantiscano ai lavoratori adeguati tassi di sostituzione".

Per quanto riguarda l'Italia, Assogestioni ha individuato alcune tematiche "cruciali" per raggiungere l'obiettivo di uno sviluppo più solido ed equilibrato nella previdenza complementare:

a) **Ampliamento degli strumenti utilizzabili per realizzare le adesioni collettive delle piccole e medie imprese.** Occorre incentivare gli accordi e i

regolamenti aziendali nelle piccole e medie imprese, al fine di incrementare le adesioni ai fondi pensione aperti. Questi, infatti, rappresentano uno strumento più flessibile, proprio in quei settori produttivi nei quali sono assenti rappresentanze sindacali aziendali e i fondi negoziali di categoria non riescono, quindi, a penetrare. È senz'altro questa la strada da percorrere per dotare di una copertura di secondo pilastro una gran parte di lavoratori che, in assenza, ne resterebbero privi.

b) **Sviluppo dei sistemi di *governance* nella previdenza complementare.** È opportuno eliminare le disparità che caratterizzano le diverse forme di previdenza complementare. In particolare nei fondi pensione contrattuali l'incarico di responsabile della forma pensionistica può essere attribuito al direttore generale, ovvero a uno degli amministratori. Al contrario, i fondi pensione aperti devono disporre di un organismo di sorveglianza con compiti non dissimili da quello del responsabile. Ciò crea una duplicazione, con un rilevante aggravio dei costi, senza peraltro portare a un'effettiva autonomia del responsabile; è opportuno, semmai, rafforzare l'organismo di vigilanza. Assogestioni è pronta a un'iniziativa di autoregolamentazione per rafforzare la composizione, le procedure di nomina e il funzionamento dell'organismo di sorveglianza.

c) **Garanzia del diritto alla portabilità dei contributi del datore di lavoro.** La portabilità, così come intesa nell'attuale sistema, interessa sicuramente la posizione previdenziale accumulata nonché i flussi futuri di TFR unitamente alla contribuzione del lavoratore. Lo stesso non può dirsi per il contributo versato dal datore di lavoro, il cui trasferimento ad altra forma pensionistica, nel caso di trasferimento dell'aderente, è comunque subordinato ai limiti e alle modalità stabilite dai contratti o accordi collettivi, anche aziendali. La piena portabilità, quindi, potrà dirsi raggiunta solo là dove al lavoratore sarà riconosciuta la possibilità di trasferire l'intero flusso contributivo futuro, oltre allo *stock* accumulato. Non v'è dubbio che la garanzia del libero trasferimento della posizione individuale non solo agevola la decisione dei lavoratori di aderire alla previdenza complementare, in quanto assicura la facoltà di modificare la scelta fatta là dove questi non siano soddisfatti dei risultati del fondo pensione prescelto dalla collettività di riferimento, ma contribuisce, nel contempo, allo sviluppo di un mercato competitivo.

d) **Riforma del regime fiscale della previdenza complementare.** La fiscalità della previdenza complementare segue questo schema: all'esenzione dei

contributi entro determinati limiti si accompagna la tassazione quasi piena dei rendimenti prodotti nella fase di accumulo e una tassazione molto ridotta delle prestazioni erogate. Con riguardo a tale sistema sono stati individuati due profili di criticità. Il primo connesso alla tassazione dei rendimenti maturati in capo al fondo pensione nella fase di accumulo, che può rappresentare un fattore distorsivo in periodi di andamento negativo dei mercati finanziari. L'attuale regime di tassazione, infatti, impone al fondo pensione che abbia maturato risultati negativi di gestione di valorizzare tali risultati nell'attivo del proprio rendiconto di gestione attraverso l'iscrizione di una posta illiquida (c.d. risparmio d'imposta) ad essi corrispondente, con conseguente decremento della parte di attivo che il fondo può investire e peggiori *performance*. Il secondo profilo attiene al limite di deducibilità dei contributi destinati a forme di previdenza complementare, che dovrebbe essere modificato attraverso l'innalzamento dell'attuale limite in cifra assoluta e l'introduzione di una soglia in valore percentuale, al fine di garantire agli aderenti un adeguato livello delle prestazioni.

**e) Valutazione di una diversa disciplina dell'erogazione delle prestazioni.**

Diverse ricerche hanno dimostrato che, in dipendenza delle preferenze del soggetto, del suo livello di reddito e dell'ammontare dei suoi versamenti alla previdenza complementare rispetto al primo pilastro, la massimizzazione del suo benessere può consigliare di convertire la sua rendita in epoca successiva alla data di pensionamento: l'attuale vincolo di conversione in rendita riduce, infatti, la possibilità per l'individuo di godere di rendimenti più elevati per un periodo di tempo più lungo. È opportuno, quindi, un ripensamento delle possibili modalità di impiego, all'atto del pensionamento, del capitale accumulato dai lavoratori durante la propria vita lavorativa, consentendo, ad esempio, l'investimento di almeno una porzione del patrimonio previdenziale in azioni all'inizio del periodo di pensionamento, a cui dovrebbe far seguito un graduale trasferimento verso l'investimento obbligazionario e la rendita, successivamente.

Un altro aspetto dal quale non si può prescindere è quello dell'educazione previdenziale. In Italia esiste una drammatica carenza di informazione sulla situazione pensionistica, che si traduce nella difficoltà di suggerire comportamenti individuali adeguati alle esigenze attuali e future. In proposito, va rilevato che nel settembre del 2010 un comitato ristretto in seno alla X Commissione permanente del Senato ha unificato in un unico testo cinque disegni di legge in

tema di educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale presentati da più parti politiche. Nel testo "si riconosce l'importanza dell'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale come strumento per la tutela del consumatore, che miri ad ampliare le conoscenze dei cittadini al fine di utilizzare in maniera più consapevole gli strumenti e i servizi finanziari offerti dal mercato e si pone l'obiettivo di promuovere e realizzare progetti in tale materia".

Nell'attesa di quest'iniziativa, Assogestioni ha sottolineato come sia "ragionevole ritenere che il ruolo dei collocatori dei fondi pensione sarà fondamentale per la diffusione di una cultura finanziaria generalizzata, in quanto grazie a operatori professionali e qualificati gli aderenti possono beneficiare di una consulenza specifica e mirata sulle esigenze previdenziali". Si ritiene pertanto necessario avviare percorsi di formazione per i collocatori, anche di carattere obbligatorio, al fine di assicurare un'adeguata preparazione "atta a fornire agli aderenti informazioni uniformi e complete circa il funzionamento del sistema di previdenza complementare, di modo che siano in grado di valutare l'adeguatezza dei prodotti offerti non solo al momento della sottoscrizione, ma anche durante il rapporto di partecipazione".



# FONDI IMMOBILIARI

## Fondi immobiliari: il nuovo quadro normativo

Arianna Immacolato e Sonia Maffei

Il mercato immobiliare è in flessione, ma i fondi immobiliari italiani crescono: sono diventati 163, con un patrimonio di oltre 22 miliardi di euro al 30 giugno 2010. La nuova normativa può ora mutare l'evoluzione del settore: la Manovra 2010 contiene disposizioni volte a contrastare la costituzione di fondi immobiliari al solo scopo di beneficiare del regime fiscale di favore previsto per questi prodotti. Attraverso una modifica del TUF, lo status di fondo immobiliare sarà riconosciuto solo ai fondi che rispondano ai nuovi requisiti previsti della normativa civilistica.

I fondi immobiliari continuano a crescere a dispetto della difficile fase del mercato di riferimento: l'ultimo rapporto Assogestioni-IPD<sup>1</sup> ne ha censiti 163, di cui dieci lanciati nel primo semestre del 2010. Nel mercato italiano dell'*asset management* i fondi immobiliari sono uno strumento relativamente recente: istituiti nel 1994, hanno iniziato a operare solo nel 1998. Il settore ha dimostrato notevole dinamismo raggiungendo in pochi anni dimensioni importanti: al 30 giugno 2010 il patrimonio complessivo superava i 22 miliardi di euro, con un incremento dell'8,4% rispetto all'anno precedente e del 27,7% negli ultimi tre anni. Rilevante il valore delle attività gestite (38 miliardi di euro) e dei flussi di raccolta (328 milioni).

L'interesse continua a essere elevato, come testimonia l'elevato numero di società (27) monitorate dal rapporto Assogestioni-IPD, attive nell'istituzione e gestione dei fondi immobiliari. Tra queste, 23 hanno per oggetto esclusivo l'istituzione di fondi chiusi, mentre quattro istituiscono e gestiscono anche fondi aperti. L'offerta destinata agli investitori qualificati, inizialmente minoritaria, è cresciuta fino a guidare il mercato: l'offerta censita è oggi ripartita tra 140 fondi riservati, destinati esclusivamente a investitori qualificati, e 23 fondi *retail*, rivolti a tutti gli investitori. I fondi riservati censiti detengono un patrimonio complessivo di oltre 16,5 miliardi di euro; i fondi *retail* hanno invece in gestione un patrimonio di circa 5,7 miliardi.

---

<sup>1</sup> IPD (Investment Property Databank).

A metà 2010 l'83% dei fondi aveva fatto ricorso alla leva contraendo finanziamenti per incrementare gli investimenti. Nello stesso periodo il grado di utilizzo della leva (ovvero il rapporto tra quanto ciascun fondo si è indebitato e quanto si sarebbe potuto indebitare) è diminuito, passando dal 69% del dicembre 2009 al 68,2% di fine giugno 2010.

L'analisi dell'*asset allocation* evidenzia la seguente destinazione degli investimenti immobiliari: 52,2% immobili per uso ufficio; 18% immobili a uso commerciale; 10,7% altre destinazioni (caserme, centraline telefoniche e terreni); 6% immobili a uso residenziale; 5% turistico/ricreativo; 4,1% industriale; 2,7% logistica e 1,3% residenze sanitario assistenziali.

Elevato il frazionamento: le prime tre società detengono il 34,8% del patrimonio, il 39% delle attività e il 23,9% dei fondi. Pur essendo cresciuto rapidamente, il mercato italiano ha dimensioni limitate rispetto ad altri Paesi europei e, secondo gli osservatori, un notevole potenziale. È possibile un'evoluzione analoga a quella dei mercati oggi più maturi, dove lo sviluppo è stato seguito da una fase di consolidamento e il settore è guidato da pochi grandi *player*.

### Benefici fiscali per i soli fondi immobiliari che rispettano i nuovi requisiti civilistici

Il Decreto Legge n. 78 del 2010 recante *Misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e di competitività economica* ha disposto (articolo 32) la *Riorganizzazione della disciplina fiscale dei fondi immobiliari chiusi*, attraverso alcune modifiche alla definizione di fondo comune d'investimento contenuta nel TUF e la limitazione dell'applicazione del regime fiscale dei fondi immobiliari ai soli fondi che rispettino i nuovi requisiti civilistici.

Le disposizioni contenute nella norma sono sostanzialmente volte ad arginare il fenomeno dei fondi immobiliari «veicolo», ossia la costituzione di fondi immobiliari da parte di un numero ristretto di partecipanti al fine di beneficiare del regime fiscale di favore previsto per tali fondi (che non sono soggetti alle imposte sui redditi e all'IRAP), in luogo dell'applicazione del regime ordinario di tassazione che si applicherebbe qualora gli immobili fossero detenuti direttamente dai partecipanti.

Si tratta, in particolare, di un intervento normativo che, pur ponendosi in linea di continuità con la disciplina introdotta dall'art. 82 del Decreto Legge n. 112 del 2008, se ne differenzia per la circostanza che quest'ultima legittimava, almeno da un punto di vista fiscale, l'esistenza di fondi immobiliari riservati a un numero limitato di partecipanti ovvero a una o più persone fisiche legate tra loro da rapporti di parentela o affinità, prevedendo l'applicazione per questi ultimi di un regime fiscale penalizzante rispetto a quello applicabile ai fondi immobiliari "ordinari".

In base alla nuova definizione contenuta nel TUF, per fondo comune di investimento deve intendersi un patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento. Il patrimonio, sempre come stabilito dalla norma, è suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti e in autonomia dai medesimi.

Rispetto alla previgente formulazione, la nuova disposizione non introduce importanti elementi di novità in ordine ai requisiti qualificanti un fondo comune di investimento. E infatti, il requisito della "pluralità di partecipanti", quello della "predeterminata politica di investimento" e dell'"autonomia gestionale" della SGR rispetto ai partecipanti sono principi che già prima della modifica della normativa erano impliciti nel concetto stesso di gestione collettiva del risparmio. La modifica alla norma del TUF riguarda in generale tutti i fondi comuni di investimento e, quindi, non solo i fondi immobiliari (sui quali, di fatto, si è voluto incidere, al fine di arginare fenomeni elusivi), ma anche i fondi mobiliari.

Per la concreta applicazione di tale previsione normativa e per valutare l'impatto che la stessa avrà nell'ambito delle gestioni collettive del risparmio, si dovranno attendere le disposizioni di attuazione che, ai sensi dell'art. 32, comma 2, del Decreto Legge n. 78 del 2010, devono essere emanate con apposito decreto del Ministro dell'economia e delle finanze.

### Il regime previsto per i fondi immobiliari che non rispettino i requisiti di autonomia e pluralità

Per quanto le modifiche apportate alla nozione di fondo comune di investimento riguardino la generalità dei fondi comuni, in linea con la finalità della norma di contrastare l'utilizzo strumentale di fondi immobiliari, è stato previsto un ob-

bligo di adeguamento dei regolamenti di gestione per le sole SGR che hanno istituito fondi immobiliari che, alla data di entrata in vigore del decreto (ossia alla data del 31 maggio 2010), non risultino conformi ai nuovi requisiti stabiliti dalla normativa civilistica e dalle relative norme di attuazione. Le SGR che non intendano invece procedere all'adeguamento dei regolamenti dei fondi immobiliari devono deliberare la loro liquidazione in deroga a ogni diversa disposizione contenuta nel TUF e nei decreti di attuazione.

Peraltro, secondo quanto disposto dai commi 4 e 5 dell'art. 32 del Decreto Legge n. 78 del 2010, in sede di delibera di adeguamento o di liquidazione del fondo, le SGR dovranno prelevare un'imposta sostitutiva sul valore netto del fondo risultante dal prospetto redatto al 31 dicembre 2009 nella misura del 5%, in caso di adeguamento, ovvero nella misura del 7%, nell'ipotesi di liquidazione del fondo immobiliare. In quest'ultimo caso, è prevista altresì l'applicazione di un'imposta sostitutiva nella misura del 7% sui risultati di gestione conseguiti dal 1° gennaio 2010 e fino alla conclusione della liquidazione che, per espressa previsione normativa, deve chiudersi entro cinque anni.

Al fine di agevolare la liquidazione del patrimonio immobiliare dei fondi che non intendano adeguarsi ai nuovi requisiti civilistici sono state introdotte specifiche disposizioni ai fini delle imposte indirette (IVA, imposte di registro, ipotecaria e catastale).

Da ultimo, per evitare fenomeni di doppia imposizione è prevista la disapplicazione della ritenuta del 20% sui proventi derivanti dalla partecipazione ai fondi soggetti a imposta patrimoniale, fino a concorrenza dell'ammontare assoggettato a imposta sostitutiva.

### Le incognite dell'attuazione

Le misure normative contenute nell'articolo 32 del Decreto Legge n. 78 del 2010 che coinvolgono, in particolare, i fondi immobiliari, se non correttamente attuate, rischiano di compromettere seriamente l'industria del risparmio gestito immobiliare.

Si è deciso, infatti, di contrastare l'utilizzo elusivo del veicolo fondo immobiliare attraverso un intervento di natura civilistica che mal si presta a recepire considerazioni di carattere fiscale e rischia quindi di colpire realtà che con l'elusione non hanno nulla a che fare. Se non si mira con precisione ai soli fondi c.d. familiari, l'intervento normativo può trasformarsi in un'imposta patrimoniale generaliz-

zata, minando gravemente la fiducia degli investitori internazionali e rendendo difficile l'utilizzo per il futuro dello strumento fondo immobiliare per l'*housing sociale* e la valorizzazione del patrimonio pubblico.

### Il regime di tassazione degli investitori esteri

L'articolo 32 ha inoltre apportato importanti modifiche al regime di tassazione dei proventi derivanti dalla partecipazione a fondi immobiliari percepiti da investitori esteri.

In particolare, il regime di esenzione applicabile ai proventi derivanti dalla partecipazione a fondi immobiliari è stato mantenuto solo per i proventi percepiti da fondi pensione e organismi di investimento collettivo del risparmio esteri situati in Stati che consentono un adeguato scambio di informazioni nonché da enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia e da banche centrali od organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato, indipendentemente dallo Stato di residenza.

Nei confronti di tutti gli altri investitori esteri trova invece applicazione la ritenuta nella misura del 20% a titolo d'imposta salvo la possibilità, per i soggetti che risiedono in Stati che hanno stipulato con l'Italia convenzioni contro le doppie imposizioni sul reddito, di richiedere l'applicazione diretta, da parte dei sostituti d'imposta, della ritenuta convenzionale.

## Gli esperti indipendenti nella valutazione degli immobili

Arianna Immacolato e Sonia Maffei

Il momento della valutazione di immobili, dei diritti reali e delle partecipazioni in società immobiliari è uno dei più delicati per le SGR. La legge prevede i casi nei quali è necessario l'intervento di esperti valutatori indipendenti. Assogestioni ha preparato delle Linee Guida per supportare le SGR affinché i processi informativi e decisionali siano tracciabili ed efficaci, fornire indicazioni per definire meglio i requisiti di indipendenza e professionalità degli esperti indipendenti, incentivarne l'avvicendamento negli incarichi, definire le funzioni in capo agli esponenti aziendali delle società di gestione e agli esperti indipendenti stessi con i relativi profili di responsabilità.

La normativa in materia di fondi comuni di investimento prevede che per la valutazione dei beni immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari non quotate le SGR si avvalgano di esperti indipendenti i quali, siano essi persone fisiche o giuridiche, debbono essere in possesso di specifici requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza. La loro designazione viene compiuta dalla SGR che deve effettuare la verifica circa il possesso dei requisiti sopra richiamati. La professionalità, in particolare, è attestata mediante l'iscrizione ininterrotta da almeno cinque anni in un albo professionale la cui appartenenza comporta l'idoneità a effettuare valutazioni tecniche o economiche dei beni che compongono il portafoglio in cui è investito il fondo; qualora, invece, l'esperto indipendente assuma la veste societaria, questi deve prevedere espressamente nell'oggetto sociale la valutazione dei beni in questione ed essere dotato di una struttura organizzativa adeguata all'incarico che intende assumere.

Le Linee Guida, nel disciplinare l'espletamento di detto incarico, in alcuni casi ampliano notevolmente il perimetro di applicazione della disciplina vigente mediante la previsione di ulteriori requisiti utili a rafforzare la professionalità degli esperti medesimi e a fissare degli standard minimi di operatività tecnico-organizzativa.

In particolare, le SGR si devono avvalere di esperti indipendenti in occasione

della valutazione periodica del patrimonio del fondo, della cessione dei beni (nel qual caso essi rilasciano un giudizio di congruità del valore di ogni bene immobile), o del conferimento di beni, dell'acquisto e della cessione di beni in conflitto di interesse. Inoltre, è possibile che le SGR richiedano l'intervento degli esperti indipendenti anche nell'ipotesi di acquisto dei beni immobili.

I principali aspetti del rapporto tra SGR ed esperti indipendenti sono oggetto delle Linee Guida elaborate nell'ambito del Gruppo di lavoro sui fondi immobiliari di Assogestioni<sup>1</sup>, con particolare riguardo alla fase di valutazione dei beni immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari nel contesto del processo decisionale e di investimento delle stesse SGR, in aggiunta e fermo restando quanto già disposto dalle previsioni normative e regolamentari in materia. Peraltro, su un tema così complesso ed essenziale per le SGR operative nel settore dei fondi immobiliari, occorre segnalare anche l'intervento della Banca d'Italia e della CONSOB le quali, a seguito delle criticità emerse nel corso di un'indagine condotta dalle medesime, hanno emanato una Comunicazione congiunta<sup>2</sup> contenente le linee applicative relative al processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento immobiliare.

In ogni caso, le Linee Guida Assogestioni sono adottate su base volontaria da parte delle SGR e, pertanto, non sono né vincolanti né esaustive rispetto alle diverse possibili scelte effettuate dalle società medesime. La loro adozione, però, nel rispetto delle specificità proprie dei modelli organizzativi assunti da ogni singola società, consente alle SGR di verificare l'adeguatezza del processo valutativo e di acquisire un'appropriata conoscenza dei beni detenuti in portafoglio attraverso l'applicazione di presidi e procedure operative omogenee.

Le Linee Guida intendono garantire la tracciabilità e l'efficacia dei processi informativi e decisionali, oltre a perseguire una omogeneizzazione dei principi di selezione e di conferimento dell'incarico agli esperti indipendenti. Questo nell'ottica di definire meglio i ruoli e le funzioni dei soggetti coinvolti oltre a facilitare lo scambio di dati e informazioni tra gli esperti indipendenti, da un lato, e gli esponenti aziendali e i soggetti preposti alle funzioni di gestione del rischio e controllo di conformità alle norme, dall'altro lato. In tal modo sono rafforzate l'indipendenza

<sup>1</sup> Assogestioni, *Il rapporto tra le SGR e gli "esperti indipendenti" nell'attività di valutazione dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari - Principi e Linee Guida*.

<sup>2</sup> Comunicazione congiunta Banca d'Italia - CONSOB del 29 luglio 2010, pubblicata nella G.U. del 25 agosto 2010, n. 198.

e la professionalità degli esperti stessi. Le Linee Guida consentono alle società di gestione di acquisire valutazioni degli *asset* in gestione affidabili dal punto di vista del metodo e la definizione di piani strategici di investimento coerenti con gli obiettivi prestabiliti e i rischi specifici connessi alla tipologia di fondo.

Quale riferimento delle *best practice* di mercato, le Linee Guida intendono, altresì, fornire un utile supporto alle società per la definizione dei requisiti di indipendenza e professionalità degli esperti indipendenti, incentivare l'avvicendamento degli incarichi e definire le funzioni in capo agli esponenti aziendali delle società di gestione, da un lato e, agli esperti indipendenti, dall'altro lato, oltre che i relativi profili di responsabilità. Le Linee Guida, dunque, nel rispetto della normativa vigente, mirano a individuare gli elementi minimi essenziali per lo svolgimento dell'attività di valutazione attraverso una chiara definizione dei ruoli delle funzioni aziendali interne e delle procedure per lo scambio delle informazioni. Normalmente, l'attività di valutazione si svolge attraverso ricognizioni sul posto, analisi documentali, *due diligence e report* e si deve basare sui criteri di valutazione del patrimonio previsti espressamente dalla normativa di settore vigente. Le SGR devono effettuare la *due diligence* connessa all'operazione prima della sua esecuzione. Le valutazioni, per ritenersi complete, devono essere basate su accurate informazioni (tecniche, legali, fiscali, ambientali) fornite dalle SGR o direttamente acquisite dall'esperto indipendente. Nelle ipotesi di conflitto di interessi riferibili ai beni da valutare, l'esperto indipendente si deve astenere e ne dà tempestiva comunicazione alla SGR. La normativa di riferimento prevede anche una serie di incompatibilità da valutarsi con riferimento ai soci, amministratori, sindaci delle SGR che conferiscono l'incarico o di altre società o enti che le controllino, che siano da questi controllati ovvero controllati dalle SGR, oppure lo siano stati nel triennio antecedente al conferimento dell'incarico.

Appare dunque opportuno che, al di fuori dei casi tassativamente previsti dalla legge normativa vigente, anche le altre fattispecie di conflitti di interessi che coinvolgono la figura dell'esperto indipendente siano rese trasparenti e divulgate nelle forme più opportune.

Le Linee Guida si fondano su quattro assunti. Innanzitutto, la richiesta di intervento degli esperti indipendenti nelle valutazioni è obbligatoria per le SGR al verificarsi dei presupposti stabiliti dal quadro normativo di riferimento. In secondo luogo, le SGR sono comunque responsabili finali della diffusione dei dati e delle informazioni inerenti alle valutazioni degli *asset*. La valutazione degli esperti indipendenti, in

terzo luogo, non esonera le SGR dall'effettuare una propria attività di esame, volta a verificare la correttezza delle valutazioni, al fine di assumere il valore attribuito dagli esperti indipendenti o di discostarsene. In tale ultimo caso, è previsto che le SGR comunichino le ragioni agli esperti medesimi. Devono essere infine chiaramente definite le procedure e le modalità che consentono il tempestivo e corretto scambio di informazioni tra le SGR e gli esperti indipendenti.

### I criteri di indipendenza degli esperti valutatori

Le Linee Guida forniscono indicazioni riguardo alla struttura organizzativa delle SGR e delle funzioni interne individuando le funzioni referenti sia dal punto di vista delle SGR sia degli esperti indipendenti. Particolare attenzione è dedicata all'analisi dei criteri di indipendenza degli esperti valutatori e delle fattispecie di conflitto di interessi nel loro rapporto con le SGR. Il principio generale è che la SGR "non conferisce l'incarico di esperto indipendente a soggetti che si trovano in situazioni tali da comprometterne l'indipendenza"<sup>3</sup>. In presenza di un cumulo di incarichi in grado di compromettere l'indipendenza e l'obiettività degli esperti, l'incarico non viene conferito o si rinuncia al mandato.

Come fattispecie sono identificate, in riferimento a un medesimo fondo, lo svolgimento da parte dell'esperto indipendente (o da soggetti/società che a questi siano comunque collegati) di attività di *advisory* non direttamente collegata alla valutazione degli immobili, di attività di *property management*, dell'attività di manutenzione immobiliare ordinaria e straordinaria, dell'attività di progettazione, sviluppo e ristrutturazione, e dell'attività di intermediazione immobiliare. Se all'esperto indipendente sono attribuiti altri incarichi presso società che fanno parte del gruppo rilevante della SGR, ne viene data notizia attraverso canali individuati (sito internet della SGR e indicazione all'interno del rendiconto di gestione e della relazione semestrale). Gli esperti indipendenti non possono poi "percepire contestualmente compensi per conto di più parti nel corso della medesima transazione"<sup>4</sup>. **I compensi, inoltre, non possono essere legati a eventuali altre funzioni svolte dagli esperti, né tantomeno possono essere parametrati al numero degli incarichi ricevuti ovvero all'esito delle valutazioni.** Spetta in ogni

<sup>3</sup> Principi e Linee Guida, *cit.*, art. 4.3.

<sup>4</sup> Principi e Linee Guida, *cit.*, art. 4.5.

caso alle SGR individuare, anche sulla base delle rispettive *conflict policy*, le modalità più opportune per verificare i requisiti di indipendenza richiesti agli esperti per lo svolgimento dell'incarico.

### Gli obiettivi

Le Linee Guida perseguono i seguenti obiettivi:

- a) Qualificare meglio l'indipendenza degli esperti, attraverso la chiara identificazione, gestione ed eventuale divulgazione di tutte le fattispecie di conflitti di interessi che possono derivare dall'attribuzione agli stessi esperti di ulteriori incarichi da parte di società che fanno capo allo stesso gruppo della SGR.
- b) Incentivare l'avvicendamento degli incarichi, attraverso l'individuazione di un lasso di tempo sufficiente da far intercorrere tra il primo mandato e un eventuale rinnovo.
- c) Rafforzare la professionalità degli esperti, sia con l'individuazione dei requisiti professionali minimi - ulteriori rispetto a quanto previsto dalla normativa per gli esperti indipendenti - sia attraverso l'adozione di standard operativi per le società cui viene affidato l'incarico di valutazione.
- d) Specificare i rapporti tra le SGR e gli esperti indipendenti, con i connessi profili di responsabilità che ne derivano.

Le Linee Guida si articolano su tematiche che riguardano le strutture e funzioni aziendali preposte ai processi di valutazione; la professionalità, i criteri di indipendenza, i casi di incompatibilità, la durata dell'incarico e i compensi degli esperti indipendenti; il contenuto della relazione di stima e dei giudizi di congruità degli esperti indipendenti.

Tali Linee Guida, la cui applicazione è volontaria, si riferiscono alle SGR che gestiscono fondi comuni immobiliari chiusi, siano essi offerti al pubblico ovvero riservati a investitori qualificati. In particolare le SGR si impegnano, al di là degli obblighi previsti dalla normativa, a fornire agli esperti indipendenti tutte le informazioni in loro possesso sulla situazione dei singoli immobili per per-

mettere una stima accurata e assicurare una rappresentazione fedele e corretta del patrimonio del fondo. E invero, attraverso l'individuazione di un contenuto minimale delle relazioni di stima e dei giudizi di congruità è possibile, da un lato, consentire un'analisi comparativa sulle relazioni eseguite e, dall'altro lato, garantire nel tempo una coerenza dei valori attribuiti alle valutazioni medesime.



Campo de Criptana, Spagna  
Mulini a vento

# CORPORATE GOVERNANCE

## L'attività di *corporate governance* e la tutela delle minoranze nel 2009

Massimo Menchini

I consiglieri indipendenti e i sindaci eletti dalle minoranze rivestono un ruolo fondamentale nel garantire i diritti di tutti gli azionisti, nell'interesse della tutela del risparmio e del miglioramento dell'efficienza del mercato. Restano da sciogliere alcuni nodi per eliminare gli ostacoli procedurali che frenano il pieno sviluppo del sistema di governo societario. I problemi legati alle forme di controllo e alla gestione dei rischi delle società quotate sono approfonditi da due gruppi di studio.

Il sistema di *corporate governance* adottato dal legislatore italiano prevede che tutte le società quotate abbiano tra i componenti del proprio organo amministrativo almeno un amministratore indipendente (due se l'organo ha più di sette componenti), e impone altresì di riservare un posto nell'organo amministrativo e nell'organo di controllo a soggetti espressione delle minoranze. Una scelta, maturata nell'ambito della privatizzazione delle società pubbliche, e poi recepita dalla legge sulla tutela del risparmio, che pone la legislazione italiana all'avanguardia nel panorama della *governance* societaria. Tale scelta è giustificata dalla circostanza che, in un sistema a proprietà concentrata come quello italiano, assume particolare rilevanza l'indipendenza dall'influenza del socio (o dei soci) di controllo.

Amministratori e sindaci indipendenti rivestono un ruolo centrale nel sistema di governo societario "il cui nocciolo duro - scrive il governatore della Banca d'Italia Mario Draghi - è costituito dagli assetti organizzativi e dalle relazioni interne tra gli organi di amministrazione e di controllo delle società, nonché da quello dei sistemi di monitoraggio e verifica sul loro corretto funzionamento". Ciò vale particolarmente per gli amministratori e i sindaci eletti dalle minoranze. Se è vero che tutti gli amministratori indipendenti e i sindaci hanno dignità assoluta all'interno di un sistema di governo societario, coloro che sono designati dalla minoranza (specie dagli investitori istituzionali) forniscono ancora maggiori garanzie. Questi, infatti, assicurano la salvaguardia dei diritti di tutti gli azionisti nella persecuzione dell'interesse della società, perché sottoposti, al

momento dell'elezione, a serrati controlli sull'assenza di legami con la maggioranza, e quindi essi si presentano "immuni" dal rischio di venir "catturati" da parte dell'azionista di controllo.

Per ciò che concerne, in particolare, il c.d. rischio di cattura, tanto la rielezione quanto la possibilità di avere altri incarichi per un amministratore o un sindaco di minoranza è naturalmente legata alla loro reputazione. Tuttavia, a differenza dei loro omologhi eletti dalla maggioranza, l'eventuale perdita dell'indipendenza da parte degli amministratori o dei sindaci di minoranza non sarà mai valutata favorevolmente dai loro elettori, sia per ciò che concerne la rielezione alla stessa carica sia per ciò che concerne eventuali altri incarichi.

Lo strumento della nomina di amministratori e di sindaci di minoranza appare particolarmente efficace quando è utilizzato dagli investitori istituzionali. Questi ultimi, in quanto principale espressione del mercato, possono introdurre negli organi delle società soggetti: (i) indipendenti dai soci di controllo; (ii) sostanzialmente immuni dal c.d. rischio di cattura; (iii) incaricati esclusivamente di controllare l'amministrazione della società nell'ottica del mercato e della tutela di tutti gli azionisti.

### L'attività del Comitato per la Corporate Governance

All'interno di questa cornice si è inserita l'attività del Comitato per la *Corporate Governance* di Assogestioni, composto dai rappresentanti delle principali associate, che ha preso il via nel 1994, quasi in contemporanea con l'approvazione della legge sulle privatizzazioni che ha consentito alle minoranze - in particolare ai gestori dei fondi comuni di investimento - di formare per la prima volta liste proprie per la nomina di amministratori e sindaci in alcune delle principali società italiane. Nei quindici anni di attività, il Comitato ha sviluppato tre temi :

a) **La presentazione di liste per l'elezione di amministratori indipendenti e sindaci.** La composizione delle liste di minoranza deve tener conto di diversi criteri. Innanzitutto, requisiti specifici di indipendenza più stringenti rispetto a quelli richiesti dalla stessa legge: i candidati non devono intrattenere, neppure indirettamente, relazioni con la società o con soggetti legati alla società per la quale sono stati proposti, tali da condizionare, sia nel presente sia nel futuro, l'autonomia di giudizio. Inoltre, la composizione delle liste

avviene secondo un criterio di diversificazione delle competenze, accogliendo persone dotate di esperienza nelle discipline giuridiche, economiche, aziendali e tecniche. Infine, a partire dal 2008, la procedura di selezione dei candidati prevede che una società di *executive search*, esterna e indipendente, selezioni in modo autonomo una rosa di soggetti in numero almeno doppio rispetto alle possibili liste che il Comitato prevede di formare in vista della campagna assembleare dell'anno. La scelta finale spetta al Comitato, al quale compete verificare che i candidati siano in possesso dei requisiti richiesti e controllare che li mantengano per tutta la durata del mandato. Nel 2008 il Comitato si è impegnato per la presentazione di liste nei consigli di amministrazione di 11 società e nei collegi sindacali di otto società per un totale di 15 società quotate. Nel 2009 le liste predisposte dal Comitato e da un ristretto numero di investitori istituzionali internazionali (quattro) hanno portato all'elezione di membri in due consigli di amministrazione su nove e in cinque collegi sindacali su 12. In particolare, nel consiglio di amministrazione di UniCredit sono stati eletti Theodor Waigel, ex ministro delle Finanze tedesco, e Lucrezia Reichlin, docente di Economia alla London Business School, e nel consiglio di Luxottica è stato eletto l'imprenditore catanese Ivanhoe Lo Bello. Per quanto riguarda i membri del collegio sindacale, Riccardo Perrotta è stato eletto alla presidenza del collegio di Fiat dove, in qualità di supplente, è stato nominato anche Stefano Orlando. Gli altri soggetti eletti sono: Pierumberto Sanò (presidente) e Marco Rigotti (supplente), in Astaldi; Francesco Vella (presidente) e Alfredo Macchiati (supplente), in Luxottica; Luigi Gaspari (presidente), Andrea Zoppini (effettivo), Vito di Battista (supplente) e Giuliano Lemme (supplente), in Finmeccanica.

b) **Lo studio delle tematiche della corporate governance e il dialogo con gli emittenti.** In questo ambito l'attività del Comitato ha avuto ad oggetto: 1) il supporto all'intervento delle associate nelle assemblee delle società quotate per richiedere decisioni volte a migliorarne la *governance*; 2) lo studio e il monitoraggio dei comportamenti delle società emittenti al fine di individuare le aree di criticità, richiedendo informazioni all'emittente e, all'occorrenza, segnalando eventuali anomalie alle autorità di vigilanza del mercato. Gli interventi di Assogestioni presso le società emittenti sono avvenuti attraverso specifiche osservazioni nelle assemblee (anni 2004-2007) ovvero attraverso richieste di chiarimenti al mercato in occasione delle principali operazioni effettuate sulle società quotate: dal 1999 l'Associazione ha scritto più di 40 lettere alle società quotate.

c) **I gruppi di studio.** Nel corso del 2009 si sono costituiti due gruppi di studio. Il primo, coordinato dal professor Marco Reboa, è stato dedicato al “Ruolo e compiti degli organismi di controllo nei diversi modelli di amministrazione delle società quotate”. In particolare è stata realizzata una mappatura della struttura del sistema dei controlli nel modello tradizionale, nel modello dualistico e in quello monistico, tale da consentire di evidenziare i diversi profili problematici. In parallelo, è stata anche approfondita la tematica relativa all’VIII Direttiva UE (2006/43/CE relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati). Un secondo gruppo di studio, coordinato dal professor Luigi Zingales e intitolato “Controllo e gestione dei rischi”, ha l’obiettivo di individuare *best practice* da suggerire a tutti gli amministratori indipendenti e ai sindaci, al fine di individuare quali comportamenti assumere in relazione alla valutazione e alla gestione dei diversi rischi. A tal fine il gruppo ha, anzitutto, suddiviso i rischi in quattro macro aree: rischi strategici, rischi operativi e finanziari, rischi di *compliance*, rischi di *reporting*. Successivamente ha individuato e approfondito tutte le tipologie di rischio; da ultimo, al fine di chiarire il profilo delle responsabilità, il gruppo ha predisposto uno schema in cui sono stati individuati gli organi ai quali è attribuita la gestione dei vari rischi.

### Problematiche attuali

L’affermazione degli amministratori e di sindaci di minoranza nelle società quotate è comunque ancora non facile. I motivi sono vari e mutevoli a seconda della specificità di ogni singola stagione assembleare. È tuttavia possibile individuare alcune spiegazioni. Innanzitutto, per poter presentare una lista occorre raggiungere un quorum fissato dall’autorità di vigilanza che, eccezion fatta per le società privatizzate controllate dallo Stato, è tanto più basso quanto più elevata è la capitalizzazione della società. Nel 2009, a causa della crisi dei mercati, la capitalizzazione è scesa: tale circostanza, in assenza di un intervento compensativo da parte di CONSOB, ha provocato un aumento anche rilevante dei quorum. Inoltre permangono una serie di ostacoli procedurali alla presentazione delle liste, tra i quali, in particolare, il blocco delle azioni (che comporta la possibilità di utilizzare solo una parte del portafoglio in gestione) e la necessità di presentare le certificazioni e la documentazione richiesta in forma cartacea.

Tutto questo ha contribuito a rendere più delicato il ruolo di “attivismo” svolto dalle società di gestione del risparmio e dal Comitato per la *Corporate Governance*; esso tra l’altro si rende necessario nella situazione italiana per la debolezza

degli altri investitori istituzionali, i.e. fondi pensione e ramo vita delle compagnie di assicurazione. La prossima applicazione della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti potrà rappresentare l’occasione per apportare modifiche alla normativa nel senso di favorire l’esercizio dei diritti da parte di tutti gli azionisti. Tra i punti necessari, come accennato, vi è la semplificazione delle procedure per la presentazione delle liste e l’eliminazione degli ostacoli procedurali e tecnici per l’esercizio del diritto di voto in assemblea. La certificazione della detenzione delle azioni da parte degli investitori comporta, infatti, ancora il blocco delle azioni per un tempo molto lungo.

Ulteriori progressi sarebbero, altresì, necessari a garantire che il ruolo degli amministratori di minoranza nei comitati interni all’organo di amministrazione non sia limitato o frustrato dal socio di controllo. Questo perché è proprio attraverso il lavoro nei comitati che i rappresentanti delle minoranze possono tutelare a pieno gli interessi di tutti gli *stakeholder* e prevenire l’estrazione di benefici privati del controllo.

In particolare, sarebbe auspicabile l’attribuzione di un ruolo specifico agli amministratori di minoranza, nell’ambito dei comitati dell’organo amministrativo previsti dal Codice di autodisciplina delle società quotate in materia di controllo interno, remunerazioni e nomine nonché nell’ambito delle operazioni con parti correlate, nella misura in cui tale ruolo è delineato nei documenti di consultazione della CONSOB in materia. Sarebbe soprattutto necessario prevedere che la presidenza dei suddetti comitati sia attribuita proprio agli amministratori di minoranza, come previsto in tema di attribuzione della presidenza del collegio ai sindaci eletti dalle minoranze.

Questi interventi potrebbero essere realizzati sia attraverso l’autodisciplina delle società quotate (con l’introduzione di modifiche volontarie agli statuti delle società e con l’adozione di *best practice*) sia attraverso specifici interventi del legislatore. L’augurio e la speranza, in vista dell’attuazione della direttiva sui diritti degli azionisti, è che si verifichi un’azione degli emittenti che anticipi (e renda inutile) l’intervento del legislatore, dimostrando, specie dopo la crisi, una concreta ed effettiva volontà di dare una sempre maggiore tutela al mercato.

ΚΗΣ ΣΥΓΚΟΙΝΩΝ



## Il ruolo della comunicazione nel rilancio del risparmio gestito

La crisi degli ultimi anni ha influenzato negativamente l'immagine dell'industria del risparmio gestito, allontanando i risparmiatori dagli investimenti finanziari. Per ripartire oggi è necessaria anche una diversa comunicazione al mercato, più intensa e diffusa, che ricostruisca la fiducia. Assogestioni si sta muovendo in più direzioni, ma partendo da un punto fermo: il risparmio è un patrimonio decisivo per lo sviluppo del Paese, e per salvaguardarlo è necessario incrementare il livello di educazione finanziaria degli italiani.

Due anni fa il fallimento di Lehman Brothers apriva una fase di crisi senza precedenti nella storia recente della finanza e dell'economia. Il progressivo deterioramento dello scenario macroeconomico e il protrarsi dell'incertezza sui mercati hanno generato una crescente sfiducia verso gli strumenti finanziari, allontanando i risparmiatori dagli investimenti. Il risparmio gestito italiano ha risentito della crisi in misura relativamente più intensa rispetto ad altri Paesi: solo negli ultimi mesi del 2009 si è registrato un recupero della raccolta e del patrimonio, anche se i livelli precedenti alla crisi restano ancora lontani. L'industria ha chiuso il 2009 con una raccolta netta superiore a 35 miliardi di euro e un patrimonio di 950 miliardi. Un risultato positivo, ma fragile: nei primi mesi del 2010 si è verificata una nuova frenata.

Negli ultimi anni - dopo l'espansione degli anni Novanta, quando la riduzione dei tassi d'interesse aveva spinto verso strumenti d'investimento alternativi ai titoli di Stato - le società di gestione sono state costrette a muoversi in uno scenario difficile, e per affrontare la crisi dei mercati finanziari hanno dovuto riconsiderare il loro modello di business. Quali soluzioni hanno individuato per superare questa fase?

Difficile individuare una sola risposta, soprattutto di fronte a cambiamenti strutturali come quelli a cui stiamo assistendo ancora oggi. Certo è che, pur in difficoltà, l'industria del risparmio gestito italiano ha importanti potenzialità di crescita rispetto ad altri Paesi europei: è infatti un'industria giovane (i primi fondi comuni italiani sono stati istituiti e distribuiti poco più di 25 anni fa) e il settore può contare su un asset (il risparmio degli italiani) ancora solido.

Assogestioni nel tempo ha dovuto interpretare questi cambiamenti, e porsi nuovi obiettivi per supportare e rafforzare l'immagine di un'industria che vanta un patrimonio in gestione di mille miliardi di euro ed è composta da oltre 1.300 operatori (società di gestione, società di intermediazione, reti di distribuzione, banche, assicurazioni, ecc.). L'associazione è così gradualmente passata da piani e strategie mirate a far comprendere agli *stakeholder* le caratteristiche dei prodotti ("che cosa è il risparmio gestito"), a iniziative volte a far capire i valori e i benefici degli strumenti di *asset management* ("perché il risparmio gestito").

Nel 2008, ai primi segnali di crisi, l'associazione e le imprese associate avevano avviato una serie d'iniziative (campagne pubblicitarie, ricerche di mercato, newsletter, ecc.) finalizzate a tranquillizzare i risparmiatori e aiutarli a comprendere gli effetti concreti della crisi.

Il protrarsi delle difficoltà dell'industria e di una congiuntura sfavorevole hanno spinto nel 2009 Assogestioni a elaborare nuove strategie per recuperare la fiducia dei risparmiatori verso i prodotti del risparmio gestito e, in una visione di medio termine, affermare l'importanza strategica del settore per lo sviluppo dell'economia nazionale. Per raggiungere questi obiettivi e incrementare l'efficacia delle proprie attività di comunicazione, l'associazione ha ampliato la gamma dei pubblici di riferimento, rivolgendosi per la prima volta anche ai sottoscrittori dei prodotti e avviando un dialogo con le altre associazioni di settore. Contestualmente è stato rafforzato il ruolo di riferimento nell'industria per associati e operatori del settore, istituzioni, studiosi, *opinion maker* e media.

La strategia di comunicazione si è sviluppata lungo tre direttrici (promozione dell'educazione finanziaria, valorizzazione del ruolo del risparmio ed espansione dell'area d'influenza) ed ha coinvolto anche rappresentanti ed esponenti della società civile, attraverso progetti e strumenti di comunicazione rivolti sia agli addetti che ai non addetti ai lavori.

### Il ruolo decisivo dell'educazione finanziaria

Numerosi studi<sup>1</sup> dimostrano che la cultura finanziaria nel nostro Paese non è sufficientemente diffusa: i risparmiatori italiani confondono i prodotti del ri-

<sup>1</sup> Tra gli altri: *Le esperienze di educazione finanziaria. Indagine sulla realtà italiana nel contesto internazionale*, Indagine realizzata dalla Fondazione Rosselli con il contributo del Consorzio PattiChiarì, dicembre 2010.

parmio gestito con quelli bancari e assicurativi, hanno difficoltà a descrivere le caratteristiche degli strumenti più semplici (per esempio, azioni e obbligazioni), il relativo livello di rischio e non riescono ad associare una finalità (e quindi un arco temporale) per fare e poi valutare i propri investimenti.

La convinzione che il rilancio dell'industria passi inevitabilmente dal rafforzamento dell'educazione finanziaria, indirizzata e intensificata a tutti i livelli, ha guidato l'attività dell'Associazione. Nel 2009 e nei primi mesi del 2010 sono state incrementate le occasioni di approfondimento e formazione (*road show*, *Vademecum del risparmiatore*, sezione dedicata del sito Internet, studi e ricerche sulla cultura finanziaria in Italia, pubblicazione sulla riforma delle pensioni, campagne pubblicitarie, ecc.).

L'impegno ad accrescere la cultura finanziaria e la consapevolezza dei risparmiatori italiani si è tradotta, inoltre, in un nuovo modo di dialogare con i media, fondato su un approccio più pedagogico e formativo che ha coinvolto, oltre a quelle economico-finanziarie, anche le testate d'informazione generale, che permettono di raggiungere un pubblico più ampio ed eterogeneo.

S'inseriscono in questa linea le iniziative sui *social network*: riconoscendo l'alto potenziale dei nuovi canali di comunicazione, l'associazione si è avvicinata nel 2009 a LinkedIn, Twitter, Facebook e al canale digitale YouTube per favorire una comunicazione trasversale tra gli utenti e un dialogo produttivo tra i risparmiatori.

### Un grande momento di confronto: il Salone della Gestione del Risparmio

Per recuperare la fiducia dei risparmiatori, rafforzare l'identità del settore e aumentare la visibilità dell'industria, Assogestioni ha deciso di allargare il pubblico di riferimento dialogando direttamente con tutti gli attori del settore. Per tradurre in concreto questa necessità, l'associazione ha pianificato nel 2009, e realizzato nell'aprile del 2010, il Salone della Gestione del Risparmio, il primo evento interamente dedicato all'*asset management*. Una manifestazione che ha fatto incontrare e dialogare la comunità degli operatori, le istituzioni, le principali associazioni del settore e i risparmiatori, per analizzare insieme le principali problematiche del settore e le possibili strategie per il suo rilancio.

Tema centrale della prima edizione del Salone è stata l'educazione finanziaria, premessa indispensabile per recuperare la fiducia dei risparmiatori, per difen-

dere il risparmio e per salvaguardare il suo ruolo per lo sviluppo della società. Il Salone è stata anche l'occasione per coinvolgere gli studenti delle scuole superiori, i risparmiatori del futuro: un livello più elevato di educazione finanziaria fin da giovani aumenta la consapevolezza nelle scelte d'investimento, riducendo i rischi di valutazioni errate. Il luogo scelto per la manifestazione è stato Palazzo Mezzanotte, la sede storica della Borsa a Piazza Affari. Per organizzare l'evento Assogestioni ha potuto contare sulla collaborazione di AIPB, ANASF, Assoreti, Parlamento Europeo e Consorzio PattiChiari. Il Salone ha ottenuto inoltre il patrocinio di Unione Europea, Regione Lombardia, Provincia, Comune e Camera di Commercio di Milano, ed è stato sostenuto da oltre 60 tra le principali società del settore, che hanno partecipato in qualità di sponsor, partner o espositori.

Le tre giornate del Salone (le prime due dedicate ai professionisti del settore, la terza aperta al pubblico dei risparmiatori) hanno proposto un ricco programma d'incontri: oltre 40 conferenze e seminari, che hanno coinvolto oltre 6.000 partecipanti tra operatori di settore, autorità e istituzioni, reti di vendita, promotori finanziari, giornalisti, *opinion maker*, associazioni di consumatori, studiosi e accademici. Tanti i temi trattati: regolamentazione, innovazione finanziaria, trasparenza, fiscalità, rischi, costi e prospettive per il risparmio gestito.

### Le prossime attività

L'industria italiana del risparmio gestito attraversa una fase delicata e Assogestioni cerca di stare al passo con i cambiamenti, interpretando le nuove tendenze e rispondendo alle nuove necessità. Quali saranno le prossime sfide? Ancora *financial education*, con certezza, e supporto alle associate, prima di ogni altra iniziativa.

Con un'informazione sempre più veloce, diffusa, difficile da controllare, l'associazione continuerà a lavorare per favorire la comunicazione tra gli operatori e con i risparmiatori. Per raggiungere un pubblico sempre più ampio sarà intensificata sia la presenza sui social network che quella in televisione e in radio. Sarà inoltre rafforzato lo scambio d'informazioni ed esperienze con le altre associazioni di categoria, a livello nazionale e internazionale, perché il risparmio gestito rappresenta solo una parte, seppur rilevante, di un mondo sempre più complesso.

E verrà realizzata una nuova edizione del Salone della Gestione del Risparmio, che si chiamerà "solamente" Salone del Risparmio.

## Appendice 1

# DATI E TAVOLE STATISTICHE

### Gestione collettiva e gestione di portafoglio - 2009

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	Raccolta netta annua	Patrimonio promosso al 31/12/2009		Patrimonio gestito al 31/12/2009	
<b>GESTIONE COLLETTIVA</b>	<b>-25</b>	<b>473.806</b>	<b>50,7%</b>	<b>476.738</b>	<b>50,2%</b>
Fondi aperti	-683	435.330	46,6%	438.151	46,1%
Fondi chiusi	657	38.476	4,1%	38.587	4,1%
<b>GESTIONE DI PORTAFOGLIO</b>	<b>35.465</b>	<b>461.367</b>	<b>49,3%</b>	<b>473.184</b>	<b>49,8%</b>
GPF <i>retail</i>	-6.766	32.684	3,5%	33.569	3,5%
GPM <i>retail</i>	3.183	73.545	7,9%	78.129	8,2%
Gestioni di patrimoni previdenziali	2.259	27.015	2,9%	30.011	3,2%
Gestioni di prodotti assicurativi	33.503	260.164	27,8%	258.617	27,2%
Altre Gestioni	3.285	67.959	7,3%	72.858	7,7%
<b>TOTALE (*)</b>	<b>35.440</b>	<b>935.172</b>	<b>100,0%</b>	<b>949.922</b>	<b>100,0%</b>
<b>AZIONARI (*)</b>	<b>4.382</b>	<b>106.484</b>	<b>11,4%</b>	<b>107.451</b>	<b>11,3%</b>
<b>BILANCIATI (*)</b>	<b>634</b>	<b>206.025</b>	<b>22,0%</b>	<b>210.414</b>	<b>22,2%</b>
<b>OBBLIGAZIONARI (*)</b>	<b>23.162</b>	<b>278.480</b>	<b>29,8%</b>	<b>288.458</b>	<b>30,4%</b>
<b>MONETARI (*)</b>	<b>-3.099</b>	<b>101.421</b>	<b>10,8%</b>	<b>100.722</b>	<b>10,6%</b>
<b>FLESSIBILI (*)</b>	<b>-2.725</b>	<b>77.758</b>	<b>8,3%</b>	<b>76.447</b>	<b>8,0%</b>
<b>HEDGE (*)</b>	<b>-5.477</b>	<b>16.192</b>	<b>1,7%</b>	<b>15.446</b>	<b>1,6%</b>
<b>IMMOBILIARI (*)</b>	<b>613</b>	<b>38.156</b>	<b>4,1%</b>	<b>38.270</b>	<b>4,0%</b>
<b>NON CLASSIFICATO (*)</b>	<b>17.951</b>	<b>110.656</b>	<b>11,8%</b>	<b>112.713</b>	<b>11,9%</b>
<b>TOTALE (*)</b>	<b>35.440</b>	<b>935.172</b>	<b>100,0%</b>	<b>949.922</b>	<b>100,0%</b>
<b>GRUPPI ITALIANI (*)</b>	<b>19.517</b>	<b>766.020</b>	<b>81,9%</b>	<b>772.533</b>	<b>81,3%</b>
Gestione collettiva	-3.828	383.007	41,0%	379.941	40,0%
Gestione di portafoglio	23.345	383.013	41,0%	392.592	41,3%
<b>GRUPPI ESTERI (*)</b>	<b>15.922</b>	<b>169.153</b>	<b>18,1%</b>	<b>177.389</b>	<b>18,7%</b>
Gestione collettiva	3.803	90.799	9,7%	96.796	10,2%
Gestione di portafoglio	12.120	78.354	8,4%	80.593	8,5%
<b>TOTALE (*)</b>	<b>35.440</b>	<b>935.172</b>	<b>100,0%</b>	<b>949.922</b>	<b>100,0%</b>
<b>NUMERO SOCIETÀ</b>		<b>306</b>		<b>344</b>	
<b>NUMERO GRUPPI</b>		<b>113</b>		<b>119</b>	

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

L'utilizzo e la diffusione delle informazioni è consentita previa citazione della fonte.

## OICR aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio - 2009

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009
<b>AZIONARI</b>	<b>63.636</b>	<b>75.439</b>	<b>85.779</b>	<b>92.144</b>
AZ. ITALIA	4.301	5.274	5.988	5.999
AZ. AREA EURO	3.671	4.207	4.651	4.635
AZ. EUROPA	15.010	17.762	20.539	21.736
AZ. AMERICA	10.854	11.668	12.939	13.857
AZ. PACIFICO	7.423	8.924	9.735	10.143
AZ. PAESI EMERGENTI	6.946	9.712	11.676	14.092
AZ. PAESE	2.547	2.939	3.327	4.032
AZ. INTERNAZIONALI	7.200	8.229	9.349	9.911
AZ. ENERGIA E M.P.	781	956	1.062	1.371
AZ. INDUSTRIA	199	368	29	32
AZ. BENI CONSUMO	365	107	112	126
AZ. SALUTE	494	729	308	318
AZ. FINANZA	531	633	753	736
AZ. INFORMATICA	668	734	793	753
AZ. SERV. TELECOM.	90	51	54	63
AZ. SERV. PUBBL. UT.	349	322	339	349
AZ. ALTRI SETTORI	566	643	1.660	1.930
AZ. ALTRE SPECIAL.	1.641	2.182	2.464	2.061
<b>BILANCIATI</b>	<b>16.015</b>	<b>16.710</b>	<b>17.730</b>	<b>17.040</b>
BILANCIATI AZIONARI	570	504	590	739
BILANCIATI	7.866	8.182	8.655	8.791
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	7.580	8.024	8.485	7.510
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>150.400</b>	<b>153.276</b>	<b>160.725</b>	<b>165.816</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	50.288	50.557	52.888	55.112
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	38.325	36.892	36.188	35.370
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	5.200	7.924	10.922	12.895
OBBL. EURO HIGH YIELD	1.075	1.292	1.493	1.658
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	511	420	405	402
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.001	925	923	941
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	41	32	425	413
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	185	193	224	277
OBBL. INT.LI GOV.	5.795	5.749	6.041	3.835
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	139	163	194	167
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	651	827	1.055	1.320
OBBL. YEN	348	314	323	325
OBBL. PAESI EMERGENTI	2.158	2.481	2.919	3.475
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	18.974	19.440	20.145	20.667
OBBL. MISTI	13.393	13.221	13.447	13.702
OBBL. FLESSIBILI	12.317	12.845	13.135	15.257
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>87.277</b>	<b>87.123</b>	<b>89.448</b>	<b>87.003</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	86.487	86.364	88.696	86.055
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	716	670	634	816
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA YEN	10	5	8	15
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	64	84	110	116
<b>FLESSIBILI</b>	<b>50.276</b>	<b>52.881</b>	<b>56.215</b>	<b>57.265</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>17.587</b>	<b>16.540</b>	<b>16.112</b>	<b>16.062</b>
<b>TOTALE</b>	<b>385.192</b>	<b>401.970</b>	<b>426.009</b>	<b>435.330</b>

## OICR aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio - 2009

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

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009
<b>AZIONARI</b>	<b>21.359</b>	<b>24.843</b>	<b>27.141</b>	<b>27.928</b>
AZ. ITALIA	3.001	3.669	4.031	4.043
AZ. AREA EURO	1.717	1.968	1.891	1.869
AZ. EUROPA	5.877	6.672	7.421	7.621
AZ. AMERICA	1.896	2.076	2.255	2.401
AZ. PACIFICO	2.382	2.767	2.873	2.874
AZ. PAESI EMERGENTI	1.918	2.478	2.944	3.276
AZ. PAESE	330	452	507	553
AZ. INTERNAZIONALI	3.576	4.175	4.576	4.654
AZ. ENERGIA E M.P.	77	89	96	105
AZ. SALUTE	80	73	76	81
AZ. FINANZA	54	64	76	72
AZ. INFORMATICA	208	209	223	234
AZ. SERV. TELECOM.	42			
AZ. ALTRI SETTORI	41	36	44	34
AZ. ALTRE SPECIAL.	162	117	127	111
<b>BILANCIATI</b>	<b>10.717</b>	<b>10.983</b>	<b>11.418</b>	<b>11.426</b>
BILANCIATI AZIONARI	320	240	258	322
BILANCIATI	5.973	6.249	6.534	6.524
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	4.423	4.494	4.626	4.580
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>74.925</b>	<b>75.624</b>	<b>78.652</b>	<b>80.071</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	37.284	37.959	39.946	40.277
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	11.135	10.517	10.575	10.543
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.684	2.177	2.561	2.776
OBBL. EURO HIGH YIELD	290	344	395	399
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	51			
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	286	283	273	232
OBBL. INT.LI GOV.	2.055	1.900	1.873	1.870
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	77	91	111	115
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	185	214	244	260
OBBL. YEN	16	21	20	
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.088	1.201	1.323	1.373
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	5.609	5.509	5.660	5.799
OBBL. MISTI	12.001	11.685	11.812	11.805
OBBL. FLESSIBILI	3.163	3.723	3.859	4.621
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>57.952</b>	<b>57.849</b>	<b>58.982</b>	<b>56.670</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	57.740	57.651	58.789	56.464
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	212	198	193	206
<b>FLESSIBILI</b>	<b>25.761</b>	<b>24.956</b>	<b>26.819</b>	<b>27.016</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>12.976</b>	<b>11.984</b>	<b>11.484</b>	<b>11.482</b>
<b>TOTALE</b>	<b>203.691</b>	<b>206.239</b>	<b>214.496</b>	<b>214.593</b>

## OICR aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio - 2009

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

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009
<b>AZIONARI</b>	<b>42.277</b>	<b>50.596</b>	<b>58.639</b>	<b>64.216</b>
AZ. ITALIA	1.300	1.605	1.957	1.957
AZ. AREA EURO	1.954	2.239	2.760	2.766
AZ. EUROPA	9.133	11.091	13.119	14.115
AZ. AMERICA	8.958	9.591	10.684	11.456
AZ. PACIFICO	5.042	6.157	6.862	7.269
AZ. PAESI EMERGENTI	5.028	7.235	8.732	10.816
AZ. PAESE	2.217	2.488	2.820	3.479
AZ. INTERNAZIONALI	3.624	4.054	4.773	5.257
AZ. ENERGIA E M.P.	705	867	966	1.266
AZ. INDUSTRIA	199	368	29	32
AZ. BENI CONSUMO	365	107	112	126
AZ. SALUTE	414	656	232	237
AZ. FINANZA	477	569	677	664
AZ. INFORMATICA	460	525	570	519
AZ. SERV. TELECOM.	48	51	54	63
AZ. SERV. PUBBL. UT.	349	322	339	349
AZ. ALTRI SETTORI	526	606	1.616	1.895
AZ. ALTRE SPECIAL.	1.479	2.065	2.337	1.950
<b>BILANCIATI</b>	<b>5.298</b>	<b>5.727</b>	<b>6.312</b>	<b>5.614</b>
BILANCIATI AZIONARI	249	264	332	417
BILANCIATI	1.893	1.933	2.120	2.267
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	3.156	3.531	3.860	2.930
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>75.475</b>	<b>77.652</b>	<b>82.073</b>	<b>85.745</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	13.004	12.598	12.942	14.835
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	27.190	26.375	25.613	24.826
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	3.516	5.747	8.361	10.119
OBBL. EURO HIGH YIELD	785	948	1.097	1.260
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	460	420	405	402
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	714	642	651	709
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	41	32	425	413
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	185	193	224	277
OBBL. INT.LI GOV.	3.740	3.849	4.169	1.965
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	63	72	83	52
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	466	613	811	1.060
OBBL. YEN	331	294	302	325
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.070	1.280	1.597	2.102
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	13.364	13.931	14.485	14.868
OBBL. MISTI	1.392	1.536	1.634	1.897
OBBL. FLESSIBILI	9.154	9.122	9.276	10.635
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>29.325</b>	<b>29.274</b>	<b>30.466</b>	<b>30.333</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	28.747	28.713	29.907	29.592
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	504	472	441	610
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA YEN	10	5	8	15
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	64	84	110	116
<b>FLESSIBILI</b>	<b>24.515</b>	<b>27.926</b>	<b>29.396</b>	<b>30.249</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>4.611</b>	<b>4.556</b>	<b>4.628</b>	<b>4.580</b>
<b>TOTALE</b>	<b>181.502</b>	<b>195.731</b>	<b>211.513</b>	<b>220.737</b>

## OICR aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio - 2009

Dettaglio dei fondi aperti - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009
<b>AZIONARI</b>	<b>62.861</b>	<b>74.576</b>	<b>84.797</b>	<b>91.834</b>
AZ. ITALIA	4.301	5.274	5.988	5.999
AZ. AREA EURO	3.671	4.207	4.651	4.635
AZ. EUROPA	14.966	17.732	20.504	21.705
AZ. AMERICA	10.708	11.586	12.849	13.760
AZ. PACIFICO	7.423	8.924	9.735	10.143
AZ. PAESI EMERGENTI	6.835	9.632	11.583	13.996
AZ. PAESE	2.547	2.939	3.327	4.032
AZ. INTERNAZIONALI	7.091	7.965	9.052	9.826
AZ. ENERGIA E M.P.	781	956	1.062	1.371
AZ. INDUSTRIA	199	368	29	32
AZ. BENI CONSUMO	365	107	112	126
AZ. SALUTE	494	729	308	318
AZ. FINANZA	531	633	753	736
AZ. INFORMATICA	668	734	793	753
AZ. SERV. TELECOM.	90	51	54	63
AZ. SERV. PUBBL. UT.	349	322	339	349
AZ. ALTRI SETTORI	566	643	1.660	1.930
AZ. ALTRE SPECIAL.	1.274	1.775	1.997	2.061
<b>BILANCIATI</b>	<b>14.484</b>	<b>15.123</b>	<b>16.049</b>	<b>17.040</b>
BILANCIATI AZIONARI	570	504	590	739
BILANCIATI	7.770	8.084	8.550	8.791
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	6.144	6.535	6.908	7.510
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>145.538</b>	<b>148.777</b>	<b>156.129</b>	<b>164.340</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	50.288	50.557	52.888	55.112
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	36.888	35.859	35.127	34.209
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	5.200	7.924	10.921	12.894
OBBL. EURO HIGH YIELD	1.075	1.292	1.493	1.658
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	511	420	405	402
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.001	925	923	941
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	41	32	425	413
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	185	193	224	277
OBBL. INT.LI GOV.	5.492	5.444	5.729	3.521
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	96	118	148	166
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	651	827	1.055	1.320
OBBL. YEN	348	314	323	325
OBBL. PAESI EMERGENTI	2.158	2.481	2.919	3.475
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	17.392	17.823	18.490	20.667
OBBL. MISTI	13.393	13.221	13.447	13.702
OBBL. FLESSIBILI	10.820	11.345	11.613	15.257
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>85.971</b>	<b>85.795</b>	<b>88.135</b>	<b>85.954</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	85.181	85.036	87.383	85.007
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	716	670	634	816
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA YEN	10	5	8	15
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	64	84	110	116
<b>FLESSIBILI</b>	<b>49.131</b>	<b>51.737</b>	<b>55.037</b>	<b>56.933</b>
<b>TOTALE</b>	<b>357.985</b>	<b>376.007</b>	<b>400.146</b>	<b>416.102</b>

### OICR aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio - 2009

Dettaglio dei fondi riservati - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009
<b>AZIONARI</b>	<b>776</b>	<b>863</b>	<b>982</b>	<b>310</b>
AZ. EUROPA	44	30	35	31
AZ. AMERICA	146	82	90	97
AZ. PAESI EMERGENTI	111	80	93	97
AZ. INTERNAZIONALI	109	263	297	85
AZ. ALTRE SPECIAL.	366	407	467	
<b>BILANCIATI</b>	<b>1.532</b>	<b>1.587</b>	<b>1.681</b>	
BILANCIATI	96	97	104	
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	1.436	1.490	1.577	
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>4.862</b>	<b>4.500</b>	<b>4.597</b>	<b>1.476</b>
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.437	1.033	1.061	1.160
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE			1	1
OBBL. INT.LI GOV.	303	305	312	314
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	44	44	46	1
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	1.582	1.617	1.655	
OBBL. FLESSIBILI	1.497	1.500	1.522	
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>1.307</b>	<b>1.328</b>	<b>1.313</b>	<b>1.048</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	1.307	1.328	1.313	1.048
<b>FLESSIBILI</b>	<b>1.144</b>	<b>1.144</b>	<b>1.178</b>	<b>331</b>
<b>TOTALE</b>	<b>9.620</b>	<b>9.423</b>	<b>9.752</b>	<b>3.166</b>

### OICR aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio - 2009

Dettaglio dei fondi hedge - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>17.587</b>	<b>16.540</b>	<b>16.112</b>	<b>16.062</b>
<b>TOTALE</b>	<b>17.587</b>	<b>16.540</b>	<b>16.112</b>	<b>16.062</b>

### OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2009

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>-686</b>	<b>1.206</b>	<b>1.562</b>	<b>1.261</b>	<b>3.343</b>
AZ. ITALIA	-107	172	108	19	193
AZ. AREA EURO	-29	-80	103	308	302
AZ. EUROPA	-418	15	237	-305	-472
AZ. AMERICA	314	-169	131	-41	235
AZ. PACIFICO	-235	51	109	-40	-114
AZ. PAESI EMERGENTI	-101	841	460	806	2.006
AZ. PAESE	-1	11	72	302	385
AZ. INTERNAZIONALI	-206	235	244	-46	227
AZ. ENERGIA E M.P.	48	73	26	214	362
AZ. INDUSTRIA	14	13	3	-0	30
AZ. BENI CONSUMO	-8	-38	-8	5	-50
AZ. SALUTE	-1	21	19	-7	32
AZ. FINANZA	13	-37	-2	3	-22
AZ. INFORMATICA	0	2	-13	-102	-113
AZ. SERV. TELECOM.	-7	1	-0	7	1
AZ. SERV. PUBBL. UT.	-7	-21	-5	-10	-42
AZ. ALTRI SETTORI	-41	18	33	173	183
AZ. ALTRE SPECIAL.	85	97	44	-27	200
<b>BILANCIATI</b>	<b>-1.137</b>	<b>-142</b>	<b>57</b>	<b>545</b>	<b>-677</b>
BILANCIATI AZIONARI	-22	13	36	63	90
BILANCIATI	-505	-112	-2	30	-589
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-610	-43	23	452	-178
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>-6.943</b>	<b>-619</b>	<b>4.276</b>	<b>5.728</b>	<b>2.442</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	1.408	-402	1.910	-188	2.728
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-4.982	-1.584	-1.693	-479	-8.738
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	337	2.008	2.430	1.762	6.537
OBBL. EURO HIGH YIELD	-36	14	-12	24	-11
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	261	-43	-16	1	203
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-364	-60	2	56	-366
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-16	-29	384	-17	322
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	-25	-26	4	23	-24
OBBL. INT.LI GOV.	-249	-15	199	50	-14
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	7	15	22	15	59
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	-0	80	136	335	551
OBBL. YEN	11	-25	1	15	2
OBBL. PAESI EMERGENTI	-172	94	217	537	677
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-1.480	-164	229	1.270	-145
OBBL. MISTI	-731	-267	-118	116	-1.001
OBBL. FLESSIBILI	-911	-214	581	2.207	1.662
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>298</b>	<b>-534</b>	<b>1.655</b>	<b>-2.361</b>	<b>-942</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	363	-517	1.631	-2.485	-1.009
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	-71	-21	-5	104	7
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA YEN	-2	-5	3	7	4
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	8	9	27	13	57
<b>FLESSIBILI</b>	<b>-2.229</b>	<b>1.138</b>	<b>236</b>	<b>1.479</b>	<b>625</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>-3.174</b>	<b>-1.218</b>	<b>-830</b>	<b>-252</b>	<b>-5.475</b>
<b>TOTALE</b>	<b>-13.872</b>	<b>-168</b>	<b>6.957</b>	<b>6.400</b>	<b>-683</b>

## OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2009

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

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>-627</b>	<b>227</b>	<b>128</b>	<b>-213</b>	<b>-484</b>
AZ. ITALIA	-72	131	58	11	129
AZ. AREA EURO	-54	3	2	-39	-88
AZ. EUROPA	-180	-42	-41	-119	-383
AZ. AMERICA	-38	24	32	4	23
AZ. PACIFICO	-94	-20	-34	-82	-229
AZ. PAESI EMERGENTI	-46	136	130	91	310
AZ. PAESE	-8	22	17	10	41
AZ. INTERNAZIONALI	-101	-21	-34	-84	-239
AZ. ENERGIA E M.P.	-1	4	0	2	5
AZ. SALUTE	-4	-1	-1	-1	-6
AZ. FINANZA	-1	2	1	-2	-1
AZ. INFORMATICA	-7	-5	-4	-6	-22
AZ. SERV. TELECOM.	-2	-1			-3
AZ. ALTRI SETTORI	1	4	5	6	15
AZ. ALTRE SPECIAL.	-20	-10	-4	-3	-36
<b>BILANCIATI</b>	<b>-813</b>	<b>-374</b>	<b>-185</b>	<b>-220</b>	<b>-1.591</b>
BILANCIATI AZIONARI	-20	-10	-2	-9	-42
BILANCIATI	-380	-156	-94	-131	-762
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-412	-207	-89	-79	-787
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>-1.774</b>	<b>-672</b>	<b>1.984</b>	<b>1.276</b>	<b>813</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	220	95	1.652	295	2.262
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-562	-544	-140	-48	-1.294
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	-91	387	274	131	701
OBBL. EURO HIGH YIELD	-7	19	7	-8	12
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	-10	-9			-19
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-47	-27	-4	6	-72
OBBL. INT.LI GOV.	-142	-133	-64	-49	-388
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	5	7	14	2	28
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	-5	4	7	5	11
OBBL. YEN	-1	5	-1	-8	-5
OBBL. PAESI EMERGENTI	-55	11	27	31	15
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-310	-244	53	122	-379
OBBL. MISTI	-716	-354	-155	-11	-1.236
OBBL. FLESSIBILI	-53	108	314	808	1.178
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>-824</b>	<b>-427</b>	<b>894</b>	<b>-2.372</b>	<b>-2.729</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	-793	-422	893	-2.382	-2.704
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	-31	-5	1	10	-25
<b>FLESSIBILI</b>	<b>-1.907</b>	<b>-1.467</b>	<b>-300</b>	<b>-61</b>	<b>-3.735</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>-2.981</b>	<b>-1.121</b>	<b>-829</b>	<b>-200</b>	<b>-5.131</b>
<b>TOTALE</b>	<b>-8.925</b>	<b>-3.834</b>	<b>1.692</b>	<b>-1.790</b>	<b>-12.857</b>

## OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2009

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

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>-59</b>	<b>979</b>	<b>1.434</b>	<b>1.473</b>	<b>3.827</b>
AZ. ITALIA	-35	41	50	8	64
AZ. AREA EURO	25	-83	101	348	391
AZ. EUROPA	-238	57	278	-186	-89
AZ. AMERICA	352	-193	99	-45	213
AZ. PACIFICO	-141	71	143	43	115
AZ. PAESI EMERGENTI	-55	705	331	715	1.695
AZ. PAESE	8	-11	55	293	344
AZ. INTERNAZIONALI	-105	256	278	38	466
AZ. ENERGIA E M.P.	49	69	26	212	356
AZ. INDUSTRIA	14	13	3	-0	30
AZ. BENI CONSUMO	-8	-38	-8	5	-50
AZ. SALUTE	3	22	20	-6	39
AZ. FINANZA	15	-39	-2	6	-21
AZ. INFORMATICA	7	7	-10	-96	-91
AZ. SERV. TELECOM.	-5	2	-0	7	4
AZ. SERV. PUBBL. UT.	-7	-21	-5	-10	-42
AZ. ALTRI SETTORI	-42	14	29	166	167
AZ. ALTRE SPECIAL.	105	107	48	-24	236
<b>BILANCIATI</b>	<b>-325</b>	<b>231</b>	<b>242</b>	<b>765</b>	<b>914</b>
BILANCIATI AZIONARI	-2	23	38	72	132
BILANCIATI	-125	44	92	161	173
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-197	164	112	532	610
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>-5.169</b>	<b>54</b>	<b>2.293</b>	<b>4.452</b>	<b>1.629</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	1.189	-497	258	-483	466
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-4.420	-1.040	-1.553	-431	-7.445
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	428	1.621	2.157	1.631	5.837
OBBL. EURO HIGH YIELD	-29	-5	-20	31	-23
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	271	-34	-16	1	222
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-317	-34	6	50	-294
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-16	-29	384	-17	322
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	-25	-26	4	23	-24
OBBL. INT.LI GOV.	-107	118	264	99	374
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	2	8	8	13	30
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	5	75	130	331	540
OBBL. YEN	12	-30	2	23	8
OBBL. PAESI EMERGENTI	-117	83	189	507	662
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-1.170	80	176	1.148	234
OBBL. MISTI	-15	87	37	127	235
OBBL. FLESSIBILI	-858	-323	266	1.398	484
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>1.121</b>	<b>-107</b>	<b>761</b>	<b>11</b>	<b>1.787</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	1.155	-95	738	-103	1.695
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	-40	-16	-7	94	31
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA YEN	-2	-5	3	7	4
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	8	9	27	13	57
<b>FLESSIBILI</b>	<b>-322</b>	<b>2.606</b>	<b>537</b>	<b>1.540</b>	<b>4.360</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>-193</b>	<b>-97</b>	<b>-1</b>	<b>-52</b>	<b>-344</b>
<b>TOTALE</b>	<b>-4.947</b>	<b>3.666</b>	<b>5.265</b>	<b>8.190</b>	<b>12.174</b>

### OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2009

Dettaglio dei fondi aperti - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>-695</b>	<b>1.217</b>	<b>1.562</b>	<b>1.266</b>	<b>3.350</b>
AZ. ITALIA	-107	172	108	19	193
AZ. AREA EURO	-29	-80	103	308	302
AZ. EUROPA	-418	35	237	-300	-447
AZ. AMERICA	317	-89	131	-41	318
AZ. PACIFICO	-232	51	109	-40	-112
AZ. PAESI EMERGENTI	-101	891	460	806	2.056
AZ. PAESE	-1	11	72	302	385
AZ. INTERNAZIONALI	-199	95	244	-46	94
AZ. ENERGIA E M.P.	48	73	26	214	362
AZ. INDUSTRIA	14	13	3	-0	30
AZ. BENI CONSUMO	-8	-38	-8	5	-50
AZ. SALUTE	-1	21	19	-7	32
AZ. FINANZA	13	-37	-2	3	-22
AZ. INFORMATICA	-0	2	-13	-102	-113
AZ. SERV. TELECOM.	-7	1	-0	7	1
AZ. SERV. PUBBL. UT.	-7	-21	-5	-10	-42
AZ. ALTRI SETTORI	-41	18	33	173	183
AZ. ALTRE SPECIAL.	65	97	44	-27	180
<b>BILANCIATI</b>	<b>-1.117</b>	<b>-140</b>	<b>77</b>	<b>545</b>	<b>-635</b>
BILANCIATI AZIONARI	-22	13	36	63	90
BILANCIATI	-498	-110	-2	30	-579
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-597	-43	43	452	-145
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>-6.877</b>	<b>-192</b>	<b>4.296</b>	<b>5.613</b>	<b>2.840</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	1.408	-402	1.910	-188	2.728
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-4.982	-1.178	-1.692	-594	-8.446
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	337	2.008	2.429	1.762	6.536
OBBL. EURO HIGH YIELD	-36	14	-12	24	-11
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	261	-43	-16	1	203
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-364	-60	2	56	-366
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-16	-29	384	-17	322
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	-25	-26	4	23	-24
OBBL. INT.LI GOV.	-249	-15	199	50	-14
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	7	15	22	15	59
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	-0	80	136	335	551
OBBL. YEN	11	-25	1	15	2
OBBL. PAESI EMERGENTI	-172	94	217	537	677
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-1.457	-164	229	1.270	-122
OBBL. MISTI	-731	-267	-118	116	-1.001
OBBL. FLESSIBILI	-868	-194	600	2.207	1.745
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>6</b>	<b>-579</b>	<b>1.681</b>	<b>-2.218</b>	<b>-1.110</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	71	-562	1.656	-2.343	-1.177
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	-71	-21	-5	104	7
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA YEN	-2	-5	3	7	4
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	8	9	27	13	57
<b>FLESSIBILI</b>	<b>-2.104</b>	<b>1.162</b>	<b>228</b>	<b>1.564</b>	<b>849</b>
<b>TOTALE</b>	<b>-10.787</b>	<b>1.468</b>	<b>7.844</b>	<b>6.770</b>	<b>5.295</b>

### OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2009

Dettaglio dei fondi riservati - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>9</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>
AZ. EUROPA	0	-20	0	-5	-25
AZ. AMERICA	-2	-80	0	0	-82
AZ. PACIFICO	-2				-2
AZ. PAESI EMERGENTI	0	-50	0	0	-50
AZ. INTERNAZIONALI	-7	140	0	0	133
AZ. ALTRE SPECIAL.	20	0	0	0	20
<b>BILANCIATI</b>	<b>-20</b>	<b>-2</b>	<b>-20</b>	<b>0</b>	<b>-42</b>
BILANCIATI	-8	-2	0	0	-10
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-12	0	-20	0	-33
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>-66</b>	<b>-427</b>	<b>-20</b>	<b>115</b>	<b>-398</b>
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	0	-406	-1	115	-292
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE			1	0	1
OBBL. INT.LI GOV.	0	0	0	0	0
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	0	0	0	0	0
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-23	0	0	0	-23
OBBL. FLESSIBILI	-43	-20	-20	0	-83
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>292</b>	<b>45</b>	<b>-26</b>	<b>-143</b>	<b>168</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	292	45	-26	-143	168
<b>FLESSIBILI</b>	<b>-125</b>	<b>-23</b>	<b>9</b>	<b>-85</b>	<b>-224</b>
<b>TOTALE</b>	<b>90</b>	<b>-417</b>	<b>-57</b>	<b>-118</b>	<b>-503</b>

### OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2009

Dettaglio dei fondi hedge - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>-3.174</b>	<b>-1.218</b>	<b>-830</b>	<b>-252</b>	<b>-5.475</b>
<b>TOTALE</b>	<b>-3.174</b>	<b>-1.218</b>	<b>-830</b>	<b>-252</b>	<b>-5.475</b>

## OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta lorda - 2009

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>12.301</b>	<b>17.456</b>	<b>13.619</b>	<b>16.784</b>	<b>60.160</b>
AZ. ITALIA	369	603	512	701	2.184
AZ. AREA EURO	438	303	426	747	1.913
AZ. EUROPA	2.622	3.688	3.312	3.879	13.501
AZ. AMERICA	4.427	4.982	3.490	3.495	16.395
AZ. PACIFICO	1.531	2.051	1.798	1.979	7.359
AZ. PAESI EMERGENTI	1.194	2.776	2.350	3.247	9.568
AZ. PAESE	291	426	441	710	1.868
AZ. INTERNAZIONALI	491	984	745	1.057	3.277
AZ. ENERGIA E M.P.	224	217	139	335	914
AZ. INDUSTRIA	54	168	6	3	231
AZ. BENI CONSUMO	113	70	18	34	236
AZ. SALUTE	119	323	43	52	536
AZ. FINANZA	112	112	46	62	333
AZ. INFORMATICA	27	36	22	33	117
AZ. SERV. TELECOM.	4	7	3	14	27
AZ. SERV. PUBBL. UT.	22	16	17	34	89
AZ. ALTRI SETTORI	108	123	116	272	619
AZ. ALTRE SPECIAL.	158	570	135	130	992
<b>BILANCIATI</b>	<b>320</b>	<b>861</b>	<b>815</b>	<b>2.202</b>	<b>4.198</b>
BILANCIATI AZIONARI	14	44	65	185	308
BILANCIATI	190	264	305	659	1.418
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	117	553	445	1.357	2.472
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>21.136</b>	<b>24.319</b>	<b>22.858</b>	<b>29.361</b>	<b>97.674</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	6.825	6.815	7.049	7.901	28.591
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	6.113	7.041	4.010	5.903	23.067
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.577	3.142	3.495	3.527	11.741
OBBL. EURO HIGH YIELD	196	308	266	323	1.094
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	341	26	28	57	453
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	355	168	122	196	841
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	1	7	392	6	406
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	29	19	99	87	234
OBBL. INT.LI GOV.	1.193	923	815	642	3.573
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	17	32	37	33	120
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	93	175	317	468	1.054
OBBL. YEN	105	32	28	48	214
OBBL. PAESI EMERGENTI	183	390	601	916	2.090
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	2.285	2.536	2.477	4.581	11.879
OBBL. MISTI	356	461	674	817	2.308
OBBL. FLESSIBILI	1.465	2.242	2.448	3.853	10.009
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>14.911</b>	<b>13.729</b>	<b>13.350</b>	<b>14.536</b>	<b>56.526</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	14.606	13.639	13.276	14.326	55.847
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	299	84	48	161	591
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA YEN	2	3	3	11	19
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	5	2	24	39	70
<b>FLESSIBILI</b>	<b>4.569</b>	<b>7.902</b>	<b>5.205</b>	<b>7.742</b>	<b>25.418</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>2.814</b>	<b>835</b>	<b>179</b>	<b>1.343</b>	<b>5.169</b>
<b>TOTALE</b>	<b>56.051</b>	<b>65.102</b>	<b>56.024</b>	<b>71.968</b>	<b>249.145</b>

## OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta lorda - 2009

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

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>969</b>	<b>1.695</b>	<b>1.620</b>	<b>1.953</b>	<b>6.237</b>
AZ. ITALIA	130	300	240	381	1.051
AZ. AREA EURO	74	88	80	78	320
AZ. EUROPA	225	322	552	419	1.518
AZ. AMERICA	135	151	136	191	613
AZ. PACIFICO	112	145	110	215	583
AZ. PAESI EMERGENTI	130	260	292	347	1.028
AZ. PAESE	12	40	44	45	140
AZ. INTERNAZIONALI	135	359	142	246	882
AZ. ENERGIA E M.P.	3	7	5	7	22
AZ. SALUTE	2	3	2	3	9
AZ. FINANZA	2	5	4	2	14
AZ. INFORMATICA	3	4	3	5	15
AZ. SERV. TELECOM.	0	0			0
AZ. ALTRI SETTORI	3	10	7	13	32
AZ. ALTRE SPECIAL.	3	2	2	2	9
<b>BILANCIATI</b>	<b>128</b>	<b>389</b>	<b>230</b>	<b>594</b>	<b>1.341</b>
BILANCIATI AZIONARI	5	5	6	81	97
BILANCIATI	71	117	111	281	579
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	52	267	113	233	664
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>5.093</b>	<b>5.904</b>	<b>6.898</b>	<b>8.998</b>	<b>26.893</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	3.401	3.281	4.362	4.861	15.906
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	622	543	503	1.123	2.791
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	164	550	403	464	1.581
OBBL. EURO HIGH YIELD	12	39	42	38	131
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	7	3			10
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	19	12	17	26	73
OBBL. INT.LI GOV.	111	76	78	210	474
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	9	12	19	12	53
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	6	16	21	29	71
OBBL. YEN	3	6	1	0	10
OBBL. PAESI EMERGENTI	34	84	93	126	337
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	165	149	344	495	1.153
OBBL. MISTI	230	291	515	528	1.564
OBBL. FLESSIBILI	312	841	500	1.087	2.739
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>6.216</b>	<b>6.648</b>	<b>6.901</b>	<b>6.265</b>	<b>26.030</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	6.209	6.639	6.888	6.244	25.980
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	7	9	13	21	50
<b>FLESSIBILI</b>	<b>998</b>	<b>1.248</b>	<b>1.433</b>	<b>2.067</b>	<b>5.745</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>2.797</b>	<b>805</b>	<b>153</b>	<b>1.300</b>	<b>5.056</b>
<b>TOTALE</b>	<b>16.201</b>	<b>16.689</b>	<b>17.236</b>	<b>21.177</b>	<b>71.302</b>

## OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta lorda - 2009

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

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>11.332</b>	<b>15.762</b>	<b>11.998</b>	<b>14.831</b>	<b>53.923</b>
AZ. ITALIA	239	303	271	320	1.133
AZ. AREA EURO	363	215	345	670	1.593
AZ. EUROPA	2.396	3.367	2.760	3.460	11.983
AZ. AMERICA	4.291	4.831	3.354	3.304	15.781
AZ. PACIFICO	1.418	1.906	1.688	1.764	6.776
AZ. PAESI EMERGENTI	1.063	2.517	2.059	2.900	8.539
AZ. PAESE	280	386	397	665	1.728
AZ. INTERNAZIONALI	356	625	603	811	2.395
AZ. ENERGIA E M.P.	221	209	134	327	892
AZ. INDUSTRIA	54	168	6	3	231
AZ. BENI CONSUMO	113	70	18	34	236
AZ. SALUTE	117	320	41	49	526
AZ. FINANZA	110	107	42	60	318
AZ. INFORMATICA	24	32	18	28	102
AZ. SERV. TELECOM.	4	7	3	14	27
AZ. SERV. PUBBL. UT.	22	16	17	34	89
AZ. ALTRI SETTORI	105	114	109	259	587
AZ. ALTRE SPECIAL.	155	567	133	128	984
<b>BILANCIATI</b>	<b>192</b>	<b>472</b>	<b>585</b>	<b>1.607</b>	<b>2.856</b>
BILANCIATI AZIONARI	9	39	58	104	210
BILANCIATI	119	147	194	378	839
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	64	287	332	1.125	1.807
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>16.043</b>	<b>18.415</b>	<b>15.960</b>	<b>20.363</b>	<b>70.781</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	3.425	3.534	2.687	3.040	12.685
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	5.491	6.498	3.507	4.780	20.276
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.413	2.592	3.093	3.063	10.160
OBBL. EURO HIGH YIELD	184	268	224	286	963
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	335	23	28	57	443
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	336	156	104	171	768
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	1	7	392	6	406
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	29	19	99	87	234
OBBL. INT.LI GOV.	1.082	847	737	432	3.099
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	8	20	18	21	66
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	88	160	296	439	983
OBBL. YEN	102	26	27	48	204
OBBL. PAESI EMERGENTI	148	306	508	790	1.753
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	2.120	2.387	2.133	4.087	10.726
OBBL. MISTI	126	170	159	289	745
OBBL. FLESSIBILI	1.153	1.401	1.948	2.767	7.270
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>8.695</b>	<b>7.081</b>	<b>6.449</b>	<b>8.272</b>	<b>30.496</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	8.397	7.000	6.387	8.083	29.867
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	292	75	35	139	541
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA YEN	2	3	3	11	19
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	5	2	24	39	70
<b>FLESSIBILI</b>	<b>3.571</b>	<b>6.654</b>	<b>3.772</b>	<b>5.676</b>	<b>19.673</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>17</b>	<b>30</b>	<b>25</b>	<b>42</b>	<b>114</b>
<b>TOTALE</b>	<b>39.850</b>	<b>48.413</b>	<b>38.789</b>	<b>50.791</b>	<b>177.843</b>

## OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta lorda - 2009

Dettaglio dei fondi aperti - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>12.280</b>	<b>17.308</b>	<b>13.619</b>	<b>16.784</b>	<b>59.991</b>
AZ. ITALIA	369	603	512	701	2.184
AZ. AREA EURO	438	303	426	747	1.913
AZ. EUROPA	2.622	3.688	3.312	3.879	13.501
AZ. AMERICA	4.427	4.982	3.490	3.495	16.395
AZ. PACIFICO	1.531	2.051	1.798	1.979	7.359
AZ. PAESI EMERGENTI	1.194	2.776	2.350	3.247	9.568
AZ. PAESE	291	426	441	710	1.868
AZ. INTERNAZIONALI	490	836	745	1.057	3.127
AZ. ENERGIA E M.P.	224	217	139	335	914
AZ. INDUSTRIA	54	168	6	3	231
AZ. BENI CONSUMO	113	70	18	34	236
AZ. SALUTE	119	323	43	52	536
AZ. FINANZA	112	112	46	62	333
AZ. INFORMATICA	27	36	22	33	117
AZ. SERV. TELECOM.	4	7	3	14	27
AZ. SERV. PUBBL. UT.	22	16	17	34	89
AZ. ALTRI SETTORI	108	123	116	272	619
AZ. ALTRE SPECIAL.	138	570	135	130	972
<b>BILANCIATI</b>	<b>307</b>	<b>861</b>	<b>815</b>	<b>2.202</b>	<b>4.185</b>
BILANCIATI AZIONARI	14	44	65	185	308
BILANCIATI	190	264	305	659	1.418
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	103	553	445	1.357	2.459
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>21.134</b>	<b>24.317</b>	<b>22.853</b>	<b>29.244</b>	<b>97.547</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	6.825	6.815	7.049	7.901	28.591
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	6.111	7.038	4.010	5.786	22.945
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.577	3.142	3.494	3.527	11.740
OBBL. EURO HIGH YIELD	196	308	266	323	1.094
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	341	26	28	57	453
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	355	168	122	196	841
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	1	7	392	6	406
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	29	19	99	87	234
OBBL. INT.LI GOV.	1.193	923	815	642	3.573
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	17	32	37	33	120
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	93	175	317	468	1.054
OBBL. YEN	105	32	28	48	214
OBBL. PAESI EMERGENTI	183	390	601	916	2.090
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	2.285	2.536	2.477	4.581	11.879
OBBL. MISTI	356	461	674	817	2.308
OBBL. FLESSIBILI	1.465	2.242	2.444	3.853	10.005
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>14.439</b>	<b>13.478</b>	<b>13.305</b>	<b>13.696</b>	<b>54.917</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	14.133	13.389	13.230	13.485	54.238
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	299	84	48	161	591
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA YEN	2	3	3	11	19
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	5	2	24	39	70
<b>FLESSIBILI</b>	<b>4.567</b>	<b>7.902</b>	<b>5.185</b>	<b>7.739</b>	<b>25.393</b>
<b>TOTALE</b>	<b>52.727</b>	<b>63.866</b>	<b>55.776</b>	<b>69.665</b>	<b>242.033</b>

### OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2009

Dettaglio dei fondi riservati - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>21</b>	<b>149</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>169</b>
AZ. EUROPA	0	0	0	0	0
AZ. AMERICA	0	0	0	0	0
AZ. PACIFICO	0				0
AZ. PAESI EMERGENTI	0	0	0	0	0
AZ. INTERNAZIONALI	1	149	0	0	149
AZ. ALTRE SPECIAL.	20	0	0	0	20
<b>BILANCIATI</b>	<b>13</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>13</b>
BILANCIATI	0	0	0	0	0
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	13	0	0	0	13
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>117</b>	<b>127</b>
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	2	2	0	117	121
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE			1	0	1
OBBL. INT.LI GOV.	0	0	0	0	0
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	0	0	0	0	0
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	0	0	0	0	0
OBBL. FLESSIBILI	1	0	4	0	4
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>472</b>	<b>251</b>	<b>46</b>	<b>841</b>	<b>1.609</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	472	251	46	841	1.609
<b>FLESSIBILI</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>20</b>	<b>3</b>	<b>25</b>
<b>TOTALE</b>	<b>510</b>	<b>402</b>	<b>70</b>	<b>961</b>	<b>1.943</b>

### OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2009

Dettaglio dei fondi hedge - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>2.814</b>	<b>835</b>	<b>179</b>	<b>1.343</b>	<b>5.169</b>
<b>TOTALE</b>	<b>2.814</b>	<b>835</b>	<b>179</b>	<b>1.343</b>	<b>5.169</b>

### OICR aperti di diritto italiano ed estero - Riscatti - 2009

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>12.982</b>	<b>16.317</b>	<b>12.049</b>	<b>15.582</b>	<b>56.930</b>
AZ. ITALIA	475	431	403	682	1.991
AZ. AREA EURO	464	383	325	441	1.614
AZ. EUROPA	3.065	3.691	3.080	4.193	14.029
AZ. AMERICA	4.076	5.135	3.362	3.574	16.148
AZ. PACIFICO	1.766	1.998	1.688	2.019	7.470
AZ. PAESI EMERGENTI	1.302	1.948	1.887	2.447	7.584
AZ. PAESE	290	427	374	400	1.491
AZ. INTERNAZIONALI	697	753	501	1.109	3.060
AZ. ENERGIA E M.P.	187	166	105	125	584
AZ. INDUSTRIA	41	155	2	3	201
AZ. BENI CONSUMO	121	108	27	30	286
AZ. SALUTE	119	301	24	59	502
AZ. FINANZA	97	149	48	59	352
AZ. INFORMATICA	26	34	34	137	231
AZ. SERV. TELECOM.	9	6	3	8	27
AZ. SERV. PUBBL. UT.	28	37	21	44	131
AZ. ALTRI SETTORI	146	122	72	95	435
AZ. ALTRE SPECIAL.	73	473	91	156	793
<b>BILANCIATI</b>	<b>1.416</b>	<b>971</b>	<b>682</b>	<b>1.658</b>	<b>4.728</b>
BILANCIATI AZIONARI	36	31	29	122	218
BILANCIATI	694	376	306	631	2.008
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	686	564	348	905	2.503
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>28.015</b>	<b>24.881</b>	<b>18.588</b>	<b>23.666</b>	<b>95.149</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	5.411	7.217	5.139	8.089	25.856
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	11.086	8.627	5.717	6.401	31.832
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.232	1.122	1.065	1.768	5.187
OBBL. EURO HIGH YIELD	231	294	279	301	1.105
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	78	69	43	57	246
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	717	227	120	146	1.208
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	1	14	6	25	45
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	62	45	95	64	266
OBBL. INT.LI GOV.	1.441	933	616	593	3.584
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	10	17	15	18	61
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	94	96	181	133	503
OBBL. YEN	96	57	25	32	210
OBBL. PAESI EMERGENTI	351	296	385	378	1.410
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	3.764	2.700	2.258	3.314	12.036
OBBL. MISTI	1.066	711	777	701	3.255
OBBL. FLESSIBILI	2.377	2.457	1.867	1.646	8.347
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>14.618</b>	<b>14.266</b>	<b>11.680</b>	<b>16.971</b>	<b>57.535</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	14.249	14.151	11.619	16.856	56.876
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	359	103	54	89	605
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA YEN	4	8	0	3	15
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	6	5	5	23	39
<b>FLESSIBILI</b>	<b>6.783</b>	<b>6.776</b>	<b>5.029</b>	<b>6.280</b>	<b>24.869</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>5.988</b>	<b>2.053</b>	<b>1.009</b>	<b>1.595</b>	<b>10.644</b>
<b>TOTALE</b>	<b>69.802</b>	<b>65.264</b>	<b>49.037</b>	<b>65.752</b>	<b>249.855</b>

## OICR aperti di diritto italiano ed estero - Riscatti - 2009

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

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>1.596</b>	<b>1.468</b>	<b>1.493</b>	<b>2.165</b>	<b>6.721</b>
AZ. ITALIA	201	168	182	371	922
AZ. AREA EURO	128	85	78	117	408
AZ. EUROPA	406	364	594	538	1.901
AZ. AMERICA	173	127	103	187	591
AZ. PACIFICO	206	165	144	297	812
AZ. PAESI EMERGENTI	177	124	162	256	718
AZ. PAESE	20	18	27	35	99
AZ. INTERNAZIONALI	236	380	176	329	1.121
AZ. ENERGIA E M.P.	4	3	5	5	17
AZ. SALUTE	5	4	3	4	16
AZ. FINANZA	3	3	4	5	15
AZ. INFORMATICA	11	9	7	11	37
AZ. SERV. TELECOM.	2	2			4
AZ. ALTRI SETTORI	2	6	3	6	17
AZ. ALTRE SPECIAL.	23	12	6	4	45
<b>BILANCIATI</b>	<b>940</b>	<b>763</b>	<b>415</b>	<b>814</b>	<b>2.932</b>
BILANCIATI AZIONARI	25	16	8	90	139
BILANCIATI	451	274	204	412	1.341
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	464	473	202	312	1.452
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>6.867</b>	<b>6.576</b>	<b>4.915</b>	<b>7.723</b>	<b>26.080</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	3.181	3.186	2.710	4.566	13.644
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.184	1.087	643	1.171	4.085
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	254	163	129	333	880
OBBL. EURO HIGH YIELD	18	20	35	45	118
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	17	12			29
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	66	38	22	20	145
OBBL. INT.LI GOV.	252	209	142	259	862
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	5	5	5	10	25
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	11	11	14	24	60
OBBL. YEN	3	2	2	9	15
OBBL. PAESI EMERGENTI	89	72	66	95	322
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	476	393	291	372	1.532
OBBL. MISTI	946	645	670	539	2.800
OBBL. FLESSIBILI	365	732	185	278	1.561
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>7.039</b>	<b>7.075</b>	<b>6.007</b>	<b>8.637</b>	<b>28.759</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	7.001	7.061	5.996	8.626	28.684
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	38	14	12	11	75
<b>FLESSIBILI</b>	<b>2.905</b>	<b>2.716</b>	<b>1.733</b>	<b>2.128</b>	<b>9.481</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>5.778</b>	<b>1.926</b>	<b>982</b>	<b>1.500</b>	<b>10.186</b>
<b>TOTALE</b>	<b>25.126</b>	<b>20.523</b>	<b>15.544</b>	<b>22.967</b>	<b>84.159</b>

## OICR aperti di diritto italiano ed estero - Riscatti - 2009

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

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>11.386</b>	<b>14.849</b>	<b>10.557</b>	<b>13.417</b>	<b>50.208</b>
AZ. ITALIA	274	263	221	311	1.069
AZ. AREA EURO	336	298	247	324	1.206
AZ. EUROPA	2.659	3.327	2.487	3.655	12.128
AZ. AMERICA	3.904	5.008	3.259	3.387	15.557
AZ. PACIFICO	1.560	1.833	1.544	1.721	6.658
AZ. PAESI EMERGENTI	1.125	1.824	1.725	2.191	6.865
AZ. PAESE	270	409	348	365	1.392
AZ. INTERNAZIONALI	461	373	325	780	1.940
AZ. ENERGIA E M.P.	183	163	101	120	567
AZ. INDUSTRIA	41	155	2	3	201
AZ. BENI CONSUMO	121	108	27	30	286
AZ. SALUTE	113	298	21	55	486
AZ. FINANZA	93	146	44	54	338
AZ. INFORMATICA	15	25	28	127	195
AZ. SERV. TELECOM.	7	4	3	8	23
AZ. SERV. PUBBL. UT.	28	37	21	44	131
AZ. ALTRI SETTORI	144	116	69	89	418
AZ. ALTRE SPECIAL.	50	461	85	152	748
<b>BILANCIATI</b>	<b>476</b>	<b>209</b>	<b>268</b>	<b>844</b>	<b>1.796</b>
BILANCIATI AZIONARI	11	16	20	32	79
BILANCIATI	243	102	102	219	667
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	222	91	146	593	1.051
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>21.148</b>	<b>18.305</b>	<b>13.673</b>	<b>15.943</b>	<b>69.069</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	2.230	4.031	2.429	3.523	12.212
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	9.902	7.540	5.074	5.230	27.747
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	978	958	936	1.435	4.307
OBBL. EURO HIGH YIELD	212	274	244	256	987
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	61	56	43	57	217
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	651	188	98	126	1.063
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	1	14	6	25	45
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	62	45	95	64	266
OBBL. INT.LI GOV.	1.189	724	474	334	2.721
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	6	12	10	8	36
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	83	85	166	109	443
OBBL. YEN	92	55	24	23	194
OBBL. PAESI EMERGENTI	261	224	319	283	1.087
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	3.289	2.307	1.967	2.941	10.503
OBBL. MISTI	120	66	107	162	455
OBBL. FLESSIBILI	2.011	1.724	1.682	1.368	6.786
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>7.579</b>	<b>7.191</b>	<b>5.672</b>	<b>8.334</b>	<b>28.776</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	7.248	7.090	5.624	8.230	28.192
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	321	89	43	77	530
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA YEN	4	8	0	3	15
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	6	5	5	23	39
<b>FLESSIBILI</b>	<b>3.879</b>	<b>4.061</b>	<b>3.296</b>	<b>4.152</b>	<b>15.388</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>209</b>	<b>127</b>	<b>27</b>	<b>95</b>	<b>458</b>
<b>TOTALE</b>	<b>44.677</b>	<b>44.741</b>	<b>33.493</b>	<b>42.785</b>	<b>165.695</b>

## OICR aperti di diritto italiano ed estero - Riscatti - 2009

Dettaglio dei fondi aperti - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>12.970</b>	<b>16.158</b>	<b>12.049</b>	<b>15.577</b>	<b>56.753</b>
AZ. ITALIA	475	431	403	682	1.991
AZ. AREA EURO	464	383	325	441	1.614
AZ. EUROPA	3.065	3.671	3.080	4.188	14.004
AZ. AMERICA	4.074	5.054	3.362	3.574	16.065
AZ. PACIFICO	1.764	1.998	1.688	2.019	7.468
AZ. PAESI EMERGENTI	1.302	1.898	1.887	2.447	7.534
AZ. PAESE	290	427	374	400	1.491
AZ. INTERNAZIONALI	689	745	501	1.109	3.044
AZ. ENERGIA E M.P.	187	166	105	125	584
AZ. INDUSTRIA	41	155	2	3	201
AZ. BENI CONSUMO	121	108	27	30	286
AZ. SALUTE	119	301	24	59	502
AZ. FINANZA	97	149	48	59	352
AZ. INFORMATICA	26	34	34	137	231
AZ. SERV. TELECOM.	9	6	3	8	27
AZ. SERV. PUBBL. UT.	28	37	21	44	131
AZ. ALTRI SETTORI	146	122	72	95	435
AZ. ALTRE SPECIAL.	73	473	91	156	793
<b>BILANCIATI</b>	<b>1.383</b>	<b>969</b>	<b>662</b>	<b>1.658</b>	<b>4.673</b>
BILANCIATI AZIONARI	36	31	29	122	218
BILANCIATI	687	374	306	631	1.998
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	660	564	327	905	2.457
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>27.946</b>	<b>24.452</b>	<b>18.563</b>	<b>23.663</b>	<b>94.625</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	5.411	7.217	5.139	8.089	25.856
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	11.084	8.219	5.716	6.399	31.418
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.232	1.122	1.065	1.768	5.187
OBBL. EURO HIGH YIELD	231	294	279	301	1.105
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	78	69	43	57	246
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	717	227	120	146	1.208
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	1	14	6	25	45
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	62	45	95	64	266
OBBL. INT.LI GOV.	1.441	933	616	593	3.584
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	10	17	15	18	61
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	94	96	181	133	503
OBBL. YEN	96	57	25	32	210
OBBL. PAESI EMERGENTI	351	296	385	378	1.410
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	3.741	2.700	2.258	3.314	12.012
OBBL. MISTI	1.066	711	777	701	3.255
OBBL. FLESSIBILI	2.333	2.436	1.844	1.646	8.260
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>14.438</b>	<b>14.060</b>	<b>11.608</b>	<b>15.988</b>	<b>56.094</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	14.069	13.945	11.548	15.873	55.435
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	359	103	54	89	605
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA YEN	4	8	0	3	15
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	6	5	5	23	39
<b>FLESSIBILI</b>	<b>6.657</b>	<b>6.753</b>	<b>5.018</b>	<b>6.192</b>	<b>24.620</b>
<b>TOTALE</b>	<b>63.394</b>	<b>62.392</b>	<b>47.901</b>	<b>63.078</b>	<b>236.765</b>

## OICR aperti di diritto italiano ed estero - Riscatti - 2009

Dettaglio dei fondi riservati - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>12</b>	<b>159</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>176</b>
AZ. EUROPA	0	20	0	5	25
AZ. AMERICA	2	80	0	0	82
AZ. PACIFICO	2				2
AZ. PAESI EMERGENTI	0	50	0	0	50
AZ. INTERNAZIONALI	8	9	0	0	16
AZ. ALTRE SPECIAL.	0	0	0	0	0
<b>BILANCIATI</b>	<b>33</b>	<b>2</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>55</b>
BILANCIATI	8	2	0	0	10
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	26	0	20	0	46
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>69</b>	<b>429</b>	<b>24</b>	<b>2</b>	<b>524</b>
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	2	408	1	2	414
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE			0	0	0
OBBL. INT.LI GOV.	0	0	0	0	0
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	0	0	0	0	0
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	23	0	0	0	23
OBBL. FLESSIBILI	44	20	23	0	88
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>181</b>	<b>206</b>	<b>71</b>	<b>983</b>	<b>1.441</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	181	206	71	983	1.441
<b>FLESSIBILI</b>	<b>126</b>	<b>23</b>	<b>11</b>	<b>88</b>	<b>249</b>
<b>TOTALE</b>	<b>421</b>	<b>819</b>	<b>127</b>	<b>1.079</b>	<b>2.446</b>

## OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2009

Dettaglio dei fondi hedge - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2009	2° trim 2009	3° trim 2009	4° trim 2009	Totale
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>5.988</b>	<b>2.053</b>	<b>1.009</b>	<b>1.595</b>	<b>10.644</b>
<b>TOTALE</b>	<b>5.988</b>	<b>2.053</b>	<b>1.009</b>	<b>1.595</b>	<b>10.644</b>

**OICR aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio promosso\***  
**Importi complessivi aggregati per tipologia e domicilio - Dati in milioni di euro**

	Fondi di diritto italiano				Fondi di diritto estero <sup>^</sup>				Tipologia giuridica			
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale
dicembre-84	597			597	2.186			2.186	2.783			2.783
dicembre-85	10.217			10.217	3.902			3.902	14.119			14.119
dicembre-86	33.609			33.609	5.511			5.511	39.120			39.120
dicembre-87	30.703			30.703	4.535			4.535	35.238			35.238
dicembre-88	26.630			26.630	4.465			4.465	31.095			31.095
dicembre-89	25.393			25.393	4.420			4.420	29.813			29.813
dicembre-90	24.471			24.471	3.186			3.186	27.657			27.657
dicembre-91	29.025			29.025	2.838			2.838	31.863			31.863
dicembre-92	31.327			31.327	2.562			2.562	33.889			33.889
dicembre-93	56.858			56.858	2.676			2.676	59.534			59.534
dicembre-94	67.226			67.226	2.768			2.768	69.994			69.994
dicembre-95	65.482			65.482	3.521			3.521	69.003			69.003
dicembre-96	101.720			101.720	6.996			6.996	108.716			108.716
dicembre-97	189.739			189.739	12.603			12.603	202.342			202.342
dicembre-98	372.274			372.274	22.828			22.828	395.102			395.102
dicembre-99	472.343	2.955		475.298	62.107			62.107	534.450	2.955		537.405
dicembre-00	454.866	3.373		458.240	115.958			115.958	570.824	3.373		574.197
dicembre-01	411.153	4.699	761	416.613	129.506			129.506	540.659	4.699	761	546.119
dicembre-02	366.843	5.254	2.139	374.235	121.869		612	122.481	488.712	5.254	2.751	496.717
dicembre-03	386.568	5.405	5.269	397.242	148.743		2.320	151.063	535.311	5.405	7.589	548.305
dicembre-04	370.669	7.471	10.732	388.871	177.691		3.343	181.034	548.360	7.471	14.075	569.905
dicembre-05	376.161	9.480	16.059	401.700	234.973		3.708	238.680	611.133	9.480	19.767	640.381
dicembre-06	338.675	9.121	22.488	370.284	280.283		5.820	286.102	618.958	9.121	28.307	656.387
dicembre-07	290.141	2.885	29.316	322.342	283.341	5.600	7.042	295.983	573.481	8.485	36.358	618.325
dicembre-08	195.746	1.808	16.499	214.053	176.020	7.788	4.801	188.609	371.766	9.596	21.300	402.661
dicembre-09	201.805	1.306	11.482	214.593	214.297	1.860	4.580	220.737	416.102	3.166	16.062	435.330

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

<sup>^</sup>Fino al 1998 i dati si riferiscono ai soli fondi cosiddetti "lussemburghesi storici". I dati sono relativi sia a fondi roundtrip che esteri. I dati dei fondi roundtrip si riferiscono al patrimonio complessivo degli OICR aperti, mentre quelli dei fondi esteri si riferiscono al patrimonio detenuto dai soli investitori "italiani".

**OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta\***

Importi complessivi aggregati per tipologia e domicilio - Dati in milioni di euro

	Fondi di diritto italiano				Fondi di diritto estero <sup>^</sup>				Tipologia giuridica			
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale
1984	557			557	nd			nd	557			557
1985	8.250			8.250	nd			nd	8.250			8.250
1986	19.390			19.390	nd			nd	19.390			19.390
1987	17			17	nd			nd	17			17
1988	-6.691			-6.691	nd			nd	-6.691			-6.691
1989	-3.438			-3.438	-623			-623	-4.060			-4.061
1990	438			438	-691			-691	-252			-253
1991	2.743			2.743	-536			-536	2.207			2.207
1992	383			383	-524			-524	-141			-141
1993	17.281			17.281	-609			-609	16.672			16.672
1994	13.121			13.121	-179			-179	12.942			12.942
1995	-5.415			-5.415	937			937	-4.478			-4.478
1996	29.967			29.967	3.138			3.138	33.105			33.105
1997	73.894			73.894	4.401			4.401	78.295			78.295
1998	161.534			161.534	5.530			5.530	167.065			167.064
1999	58.261	2.837		61.098	26.918			26.918	85.179	2.837		88.016
2000	-1.473	289		-1.184	36.108			36.108	34.635	289		34.924
2001	-17.874	1.170	756	-15.948	18.117			18.117	243	1.170	756	2.169
2002	-12.819	441	1.395	-10.983	5.045		178	5.223	-7.774	441	1.573	-5.760
2003	7.704	-33	3.028	10.699	18.352		501	18.853	26.056	-33	3.529	29.552
2004	-26.271	1.766	5.098	-19.407	19.383		822	20.205	-6.888	1.766	5.920	798
2005	-15.824	1.592	4.347	-9.885	31.092		120	31.212	15.269	1.592	4.466	21.327
2006	-46.996	-748	5.250	-47.494	32.187		915	33.103	-14.809	-748	6.166	-9.391
2007	-51.613	-6.426	5.179	-52.860	-5.603	5.437	614	448	-57.216	-990	5.793	-52.412
2008	-74.326	-940	-7.635	-82.901	-62.509	2.565	-806	-60.751	-136.836	1.625	-8.441	-143.651
2009	-7.159	-567	-5.131	-12.857	12.454	64	-344	12.174	5.295	-503	-5.475	-683

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

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

### Fondi comuni e SICAV aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta lorda\*

Importi complessivi aggregati per tipologia e domicilio - Dati in milioni di euro

	Fondi di diritto italiano			Fondi di diritto estero <sup>^</sup>			Tipologia giuridica					
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale
1984	560			560	nd			nd	560			560
1985	8.631			8.631	nd			nd	8.631			8.631
1986	23.927			23.927	nd			nd	23.927			23.927
1987	9.075			9.075	nd			nd	9.075			9.075
1988	3.217			3.217	nd			nd	3.217			3.217
1989	5.136			5.136	384			384	5.520			5.520
1990	7.813			7.813	334			334	8.147			8.147
1991	11.238			11.238	360			360	11.598			11.598
1992	13.708			13.708	202			202	13.910			13.910
1993	34.941			34.941	426			426	35.367			35.367
1994	43.817			43.817	511			511	44.328			44.328
1995	24.182			24.182	2.028			2.028	26.210			26.210
1996	63.822			63.822	5.786			5.786	69.608			69.608
1997	147.885			147.885	9.855			9.855	157.740			157.740
1998	325.410			325.410	16.229			16.229	341.639			341.639
1999	359.765	2.904		362.669	28.389			28.389	388.154	2.904		391.058
2000	339.702	1.535		341.237	100.264			100.264	439.966	1.535		441.501
2001	219.249	2.834	781	222.864	97.191			97.191	316.440	2.834	781	320.055
2002	191.441	2.961	1.530	195.932	107.811		282	108.093	299.252	2.961	1.811	304.024
2003	212.068	2.537	3.498	218.103	119.584		690	120.274	331.652	2.537	4.188	338.377
2004	164.011	3.640	5.971	173.623	127.685		1.645	129.330	291.697	3.640	7.616	302.953
2005	164.872	4.492	6.728	176.091	209.513		968	210.481	374.384	4.492	7.696	386.572
2006	165.550	2.750	7.967	176.267	269.617		2.463	272.080	435.167	2.750	10.430	448.347
2007	129.382	1.754	9.094	140.230	286.681	5.454	3.682	295.817	416.063	7.208	12.776	436.048
2008	120.002	2.160	5.154	127.315	272.941	4.587	1.747	279.276	392.943	6.746	6.901	406.590
2009	65.032	1.214	5.056	71.302	177.001	728	114	177.843	242.033	1.943	5.169	249.145

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

<sup>^</sup>Fino al 1998 i dati si riferiscono ai soli fondi cosiddetti "lussemburghesi storici". I dati sui fondi roundtrip si riferiscono alla raccolta dei soli sottoscrittori "italiani" fino al 1/1/2005 e a quella complessiva dopo il 1/1/2005, mentre i dati sui fondi esteri si riferiscono alla raccolta detenuta dai soli sottoscrittori "italiani". I dati non sono disponibili per tutti i prodotti facenti parte del campione, pertanto la differenza tra la raccolta lorda e i riscatti potrebbe non dare il valore di raccolta netta complessivo.

### Fondi comuni e SICAV aperti di diritto italiano ed estero - Riscatti\*

Importi complessivi aggregati per tipologia e domicilio - Dati in milioni di euro

	Fondi di diritto italiano			Fondi di diritto estero <sup>^</sup>			Tipologia giuridica					
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale
1984	3			3	nd			nd	3			3
1985	379			379	nd			nd	379			379
1986	4.537			4.537	nd			nd	4.537			4.537
1987	9.058			9.058	nd			nd	9.058			9.058
1988	9.908			9.908	nd			nd	9.908			9.908
1989	8.574			8.574	1.007			1.007	9.581			9.581
1990	7.375			7.375	1.025			1.025	8.400			8.400
1991	8.495			8.495	896			896	9.391			9.391
1992	13.325			13.325	726			726	14.051			14.051
1993	17.660			17.660	1.035			1.035	18.695			18.695
1994	30.697			30.697	690			690	31.387			31.387
1995	29.597			29.597	1.091			1.091	30.688			30.688
1996	33.855			33.855	2.648			2.648	36.503			36.503
1997	73.991			73.991	5.454			5.454	79.445			79.445
1998	163.875			163.875	10.699			10.699	174.574			174.574
1999	301.504	67		301.571	22.294			22.294	323.798	67		323.865
2000	341.175	1.247		342.422	64.156			64.156	405.331	1.247		406.578
2001	237.124	1.664	25	238.813	79.074			79.074	316.198	1.664	25	317.887
2002	204.260	2.519	135	206.914	102.534		103	102.637	306.794	2.519	238	309.551
2003	204.364	2.571	470	207.405	101.203		189	101.393	305.568	2.571	659	308.797
2004	190.283	1.874	873	193.030	108.259		823	109.082	298.542	1.874	1.696	302.112
2005	180.695	2.900	2.381	185.976	180.101		848	180.949	360.796	2.900	3.230	366.925
2006	182.546	3.498	2.717	187.761	239.197		1.548	240.745	451.743	3.498	4.264	459.506
2007	180.996	8.180	3.914	193.090	292.171	17	3.069	295.257	473.166	8.197	6.983	488.347
2008	194.328	3.099	12.788	210.215	332.872	2.022	2.553	337.448	527.200	5.121	15.342	547.663
2009	72.192	1.781	10.186	84.159	164.574	664	458	165.695	236.765	2.446	10.644	249.855

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

<sup>^</sup>Fino al 1998 i dati si riferiscono ai soli fondi cosiddetti "lussemburghesi storici". I dati sui fondi roundtrip si riferiscono alla raccolta dei soli sottoscrittori "italiani" fino al 1/1/2005 e a quella complessiva dopo il 1/1/2005, mentre i dati sui fondi esteri si riferiscono alla raccolta detenuta dai soli sottoscrittori "italiani". I dati non sono disponibili per tutti i prodotti facenti parte del campione, pertanto la differenza tra la raccolta lorda e i riscatti potrebbe non dare il valore di raccolta netta complessivo.

## Fondi pensione aperti - 2008

Comparti, iscritti, raccolta netta e attivo netto

	Raccolta netta annua		Comparti al 31/12/2008		Iscritti al 31/12/2008*		Attivo netto al 31/12/2008	
	Mil. euro	in %	Num.	in %	Numero	in %	Mil. euro	in %
AZIONARI	216,6	25,30%	50	14,90%	166.072	19,60%	937,9	20,10%
BILANCIATI AZIONARI	85,1	6,90%	26	7,70%	86.261	10,20%	448,6	9,60%
BILANCIATI	233	21,00%	69	20,50%	229.275	27,00%	1.251,60	26,90%
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	249,1	23,50%	95	28,30%	193.581	22,80%	1.145,60	24,60%
OBBLIGAZIONARI	140,1	10,90%	57	17,00%	95.439	11,30%	513,5	11,00%
MONETARI	74,3	8,80%	26	7,70%	47.647	5,60%	272,3	5,80%
FLESSIBILI	52,6	3,50%	13	3,90%	29.620	3,50%	87,5	1,90%
<b>TOTALE</b>	<b>1.050,80</b>	<b>100,00%</b>	<b>336</b>	<b>100,00%</b>	<b>847.895</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.657,00</b>	<b>100,00%</b>

## Dati per istitutore

	Raccolta netta annua		Comparti al 31/12/2008		Iscritti al 31/12/2008*		Attivo netto al 31/12/2008	
	Mil. euro	in %	Num.	in %	Numero	in %	Mil. euro	in %
Società di Gestione del Risparmio	433,9	40,70%	88	26,20%	283.217	33,40%	1.654,70	35,50%
Impresa di assicurazione	533,7	49,30%	219	65,20%	410.332	48,40%	2.070,00	44,40%
Banca	29,1	2,00%	5	1,50%	40.281	4,80%	109,7	2,40%
Società di Intermediazione Mobiliare	54	8,00%	24	7,10%	114.065	13,50%	822,6	17,70%
<b>TOTALE</b>	<b>1.050,80</b>	<b>100,00%</b>	<b>336</b>	<b>100,00%</b>	<b>847.895</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.657,00</b>	<b>100,00%</b>

\*Qualora un aderente sottoscriva più di una linea di investimento, il numero degli iscritti risulterà sovrastimato. Cfr. note metodologiche.

## Fondi chiusi immobiliari - 2008

Valori semestrali di patrimonio, attività, raccolta lorda e dimensione del mercato

	30/06/2008		31/12/2008	
	Patrimonio complessivo	Attività	Raccolta lorda	Numero fondi
<b>Patrimonio complessivo</b>	<b>20.068</b>	<b>00,0%</b>	<b>20.168</b>	<b>100,0%</b>
Fondi Retail	7.1260	36,2%	6.382	31,6%
Fondi Riservati	12.809	63,8%	13.786	68,4%
<b>Totale attività</b>	<b>33.236</b>	<b>00,0%</b>	<b>34.626</b>	<b>100,0%</b>
Fondi Retail	10.311	30,6%	9.360	27,0%
Fondi Riservati	22.925	69,4%	25.266	73,0%
<b>Raccolta lorda</b>	<b>1.167</b>	<b>00,0%</b>	<b>501</b>	<b>3,90%</b>
Fondi Retail	62	5,3%	72	14,3%
Fondi Riservati	1.105	94,7%	430	85,7%
<b>Numero fondi</b>	<b>122</b>	<b>00,0%</b>	<b>135</b>	<b>100,0%</b>
Fondi Retail	29	23,8%	25	18,5%
Fondi Riservati	93	76,2%	110	81,5%
<b>Numero società</b>	<b>28</b>		<b>27</b>	

## Appendice 2

# GLOSSARIO DEI TERMINI PRINCIPALI

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

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

**Asset allocation:** ripartizione di un patrimonio in differenti tipologie di *asset class* e valute disponibili (azioni, obbligazioni, liquidità, immobili, ecc.). È definita strategica, se predisposta in funzione di obiettivi di lungo periodo, tattica quando mira a obiettivi di più breve periodo.

Il peso delle differenti *asset class* e valute dipende dal profilo di rischio-rendimento dell'investitore.

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

**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.

**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:** è la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, istituita nel 1974. È un'autorità amministrativa indipendente con il compito di controllare il 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.

**Derivato:** nome genericamente usato per indicare uno strumento finanziario, il cui prezzo/rendimento deriva dai parametri di prezzo/rendimento di altri strumenti finanziari principali (detti sottostanti), che possono essere strumenti finanziari, indici, tassi di 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. Fondi indicizzati quotati sul mercato.

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

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

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

**Future:** contratto negoziato generalmente su mercati regolamentati attraverso il quale le parti, alla scadenza concordata, si impegnano a comprare o a vendere un certo quantitativo di strumenti finanziari, a un prezzo prestabilito alla conclusione del contratto stesso.

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

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

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

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

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

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

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

**OICR:** organismo di investimento collettivo del risparmio. La denominazione identifica i fondi comuni di 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. Il PAC, infatti, consente di investire importi fissi o variabili, a cadenza mensile, trimestrale o altro, per un determinato arco temporale.

**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 la CONSOB.

**Prospetto informativo:** documento che deve essere redatto e pubblicato secondo le disposizioni di carattere generale determinate dalla CONSOB in occasione di OPVS, vendita di quote di fondi comuni d'investimento o di azioni di SICAV e offerte al pubblico di programmi di gestione patrimoniale. 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 di investimento.

**Rating:** è l'indicatore del grado di solvibilità di un soggetto debitore quale uno Stato o un'impresa. Tra i più importanti rating ci sono quelli elaborati dalle società statunitensi Moody's e Standard & Poor's, che esprimono il merito di credito degli emittenti di prestiti obbligazionari sui mercati internazionali. 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 di 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 di interesse. Un aumento dei tassi di mercato comporta una riduzione del valore di mercato di un titolo e viceversa.

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

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

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

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

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

**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 a cui fa riferimento un altro strumento o contratto finanziario.

**Swap:** contratto con cui due controparti si 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 di investimento a un altro con diverso profilo di rischio e rendimento.

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

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

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

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

**Trend:** termine che sta ad 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 comunitaria UCITS III, in vigore da febbraio 2007, ha dato la possibilità al gestore tradizionale di utilizzare tecniche di investimento evolute e molto vicine alle strategie di investimento alternative. La direttiva UCITS IV, approvata nel gennaio 2009, riforma la normativa comunitaria in tema di OICVM. Una volta adottata la nuova disciplina, gli Stati membri dovranno recepirla a livello nazionale entro il 1° luglio del 2011.

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

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

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

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





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