



2008 factbook



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

**GUIDA ITALIANA
AL RISPARMIO GESTITO**



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

factbook 2008

**GUIDA ITALIANA
AL RISPARMIO GESTITO**

L'edizione 2008 del Fact Book Assogestioni abbandona l'impostazione "manualistica" che in passato caratterizzava il volume, per dare più spazio all'analisi dei fatti e dei numeri che hanno riguardato il settore nel corso degli ultimi mesi. Il progetto grafico stesso, che rende la lettura ancora più agile e gradevole, rispecchia la dinamicità dell'industria e descrive la nuova identità di questo volume: una pubblicazione che osserva e descrive l'evoluzione del settore, anno dopo anno.

Progetto grafico e impaginazione: Oliviero Fiori

Editing e supervisione: Matteo Seveso

Fotografie in copertina e alle pagine 22, 46, 60, 102, 120, 128: Oliviero Fiori

Fotografia a pagina 68: Matteo Seveso

Stampa: MyStampa.it

Stampato nel dicembre 2008

Il Factbook 2008 è stampato su carta ecologica Fedrigoni Freelifa, certificata da Ecolabel e FSC (Forest Stewardship Council)

Sommario

Premessa	7
Assogestioni: l'Associazione italiana dei gestori del risparmio	9
<i>L'associazione e i suoi associati</i>	
<i>Scopi dell'associazione</i>	
<i>Attività a favore degli associati</i>	
Il risparmio gestito e la flessione dei mercati: una crisi non solo italiana	17
La congiuntura negativa dei mercati internazionali	17
Prospettive e scenari futuri: opportunità per l'industria e per i risparmiatori	20
2007: la fotografia di un anno difficile per il settore	25
L'andamento dell'industria del risparmio gestito nel 2007	25
Le scelte dei sottoscrittori dei fondi comuni aperti e degli aderenti ai fondi pensione aperti e negoziali	33
Il servizio di gestione e l'evoluzione degli operatori	41
L'attuazione della direttiva MiFID in Italia	49
Le fonti normative comunitarie	49
Le fonti normative nazionali	50
I servizi e le attività di investimento	51
La disciplina dei mercati regolamentati	54
L'organizzazione interna degli intermediari	55
Le regole di comportamento degli intermediari	57
A quando un <i>level playing field</i> fiscale per i gestori italiani?	63
Il regime fiscale dei fondi comuni italiani: la situazione attuale e i limiti rispetto ai competitor esteri	63
"A uguali obblighi, uguali diritti": l'importanza di livellare il campo di gioco	65
Fiscalità e innovazione di prodotto: il progetto per l'introduzione dei PIR	66
La previdenza complementare e i primi mesi della riforma	71
Un passo fondamentale per la previdenza in Italia: le prospettive per il futuro	71
Il quadro normativo e regolamentare della previdenza complementare dopo la riforma	75
Aspetti fiscali della previdenza complementare	79

La regolamentazione degli <i>hedge funds</i> in Europa e in Italia: evoluzioni normative e prospettive di sviluppo	87
Gli <i>hedge funds</i> in Italia	87
L'evoluzione della disciplina sugli <i>hedge funds</i> a livello europeo	88
L'evoluzione della disciplina in materia di <i>hedge funds</i> negli Stati membri dell'UE	90
Il <i>Fund processing passport</i> e la trasparenza delle operazioni	95
Un nuovo standard europeo per incentivare l'efficienza operativa degli intermediari: esigenze e soluzioni	95
Il ruolo dell'FPF nella minimizzazione degli errori operativi	97
EFAMA, Assogestioni e l'implementazione in Italia dell'FPF	100
Fondi immobiliari: con il mattone gli investitori sfuggono alla crisi	105
Fondi immobiliari: la struttura del prodotto	105
Il regime fiscale dei fondi immobiliari	109
<i>Real estate</i> e fondi. Novità regolamentari e prospettive di mercato	113
L'attività di <i>corporate governance</i>	123
L'esigenza di una maggiore educazione finanziaria e il suo ruolo nell'ambito della crisi attuale	131
La crisi del settore e il ruolo dell'educazione finanziaria: quali basi per costruire una nuova generazione di investitori?	131
Le iniziative di <i>financial education</i> italiane, tra la riforma della previdenza complementare e il rallentamento dell'economia	133
" <i>Financial education 2.0</i> ": coinvolgimento diretto dei risparmiatori, in un programma formativo di lungo termine	136
Appendice 1: dati e tavole statistiche	141
Appendice 2: glossario dei principali termini	171

Premessa

Il 2007 è stato un anno di profonde trasformazioni e di grande incertezza per l'industria italiana del risparmio gestito.

Il settore ha risentito degli effetti della crisi creditizia internazionale e della fase di forte volatilità attraversata dai mercati finanziari. A fine anno i riscatti dai soli fondi aperti superavano i 52 miliardi di euro, con l'effetto che il patrimonio lordo è diminuito scendendo sotto i livelli del 2005.

Sebbene l'andamento negativo dell'industria italiana non abbia avuto corrispettivi negli altri Paesi, la congiuntura negativa ha colpito duramente anche a livello europeo. Nel secondo semestre del 2007 i deflussi hanno superato i 100 miliardi di euro (dati EFAMA), un trend negativo che si è accelerato nel corso di quest'anno e che riflette, oltre alla crescente avversione al rischio degli investitori, la sempre maggior concorrenza dei depositi bancari e dei prodotti strutturati.

In Italia tuttavia il 2007 è stato anche l'anno della riforma della previdenza complementare, con l'introduzione della possibilità per i lavoratori di utilizzare il Trattamento di Fine Rapporto (TFR) come fonte di finanziamento delle forme pensionistiche complementari.

La crescita delle adesioni ai fondi pensione aperti non è stata l'unico dato positivo che ha interessato il settore: anche i fondi immobiliari, sostenuti da una nuova regolamentazione e dal buon andamento del mercato real estate, hanno chiuso l'anno con un risultato positivo.

Dal punto di vista della regolamentazione, l'attuazione della direttiva comunitaria MiFID ha posto le condizioni per una reale e completa armonizzazione degli ordinamenti nazionali, favorendo così la realizzazione di un

mercato finanziario unico a livello europeo.

Resta invece ancora da sciogliere il nodo della tassazione dei fondi comuni italiani, una delle cause riconosciute della migrazione dei risparmiatori verso i prodotti comunitari. La creazione di un level playing field per i gestori europei, anche sotto l'aspetto fiscale, sarà uno dei passi da compiere nel prossimo futuro.

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 più di 290 associati che offrono i propri servizi a una clientela composta da investitori istituzionali (compagnie di assicurazione, fondi pensione, imprese private, ecc.) e da più di 10 milioni di investitori privati, sottoscrittori di quote di fondi comuni di investimento o di azioni di SICAV.

Il settore, a fine 2007, gestiva un patrimonio totale pari a oltre 1000 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), 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, infine, 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.



New York, U.S.A.
Statua della Libertà

IL RISPARMIO GESTITO E LA FLESSIONE DEI MERCATI: UNA CRISI NON SOLO ITALIANA

Il risparmio gestito e la flessione dei mercati: una crisi non solo italiana

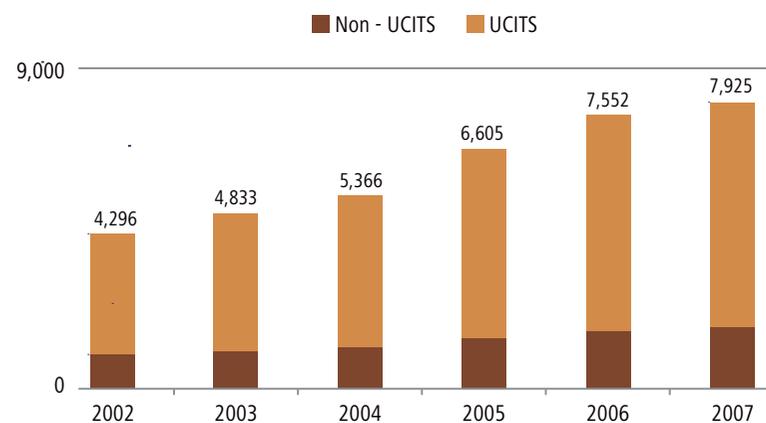
La congiuntura negativa dei mercati internazionali

Crisi creditizia, volatilità dei mercati finanziari e dei prezzi delle materie prime, e rallentamento economico hanno pesato sull'industria dei fondi a livello internazionale. In Europa, secondo il rapporto EFAMA, l'associazione che riunisce le società di gestione del Vecchio Continente, nel secondo semestre del 2007 i riscatti sono stati superiori a 100 miliardi di euro, un dato che riflette, oltre alla crescente avversione al rischio degli investitori, la sempre maggior concorrenza dei depositi bancari e dei prodotti strutturati. La raccolta netta è così scesa a 170 miliardi, dai 452 miliardi del 2006.

Il 2007 si è chiuso in rosso per i principali mercati europei (Germania, Francia, Italia e Spagna), mentre è stato positivo per le aree nord e centro-orientali, e soprattutto per il Lussemburgo (+188,5 miliardi), che ha beneficiato del successo della formula Ucits (fondi armonizzati) sui mercati extra-europei, in particolare asiatici.

Il trend della raccolta si è riflesso sugli *asset*. Tra i mercati più maturi, i maggiori incrementi sono stati registrati da Regno Unito, Irlanda e Lussemburgo. In contrazione, invece, il patrimonio in Germania, Spagna e Italia. Tassi di crescita superiori alla media europea si sono avuti nelle economie emergenti, in particolare Polonia e Turchia, e in alcuni Paesi nordici come la Norvegia. Nel complesso il patrimonio è cresciuto, passando da 7.552 miliardi a 7.925 miliardi (oltre i fondi Ucits che hanno gli *asset* maggiori, 6.203 miliardi, il dato comprende i fondi non-Ucits, con un patrimonio di 1.723 miliardi).

Net assets of European Investments Funds (EUR billions)



Fonte:EFAMA

In termini di tipologia, i deflussi hanno colpito pesantemente i fondi obbligazionari (-60 miliardi), che hanno risentito della concorrenza dei prodotti strutturati, soprattutto in Italia. La volatilità delle Borse e la maggiore incertezza economica hanno alimentato i riscatti dagli azionari (-58 miliardi), mentre i bilanciati hanno continuato ad attrarre nuovi sottoscrittori ed è rimasta forte la domanda per i fondi di hedge in Francia, Svizzera e Italia, e per quelli riservati a investitori istituzionali in Lussemburgo, Germania, Danimarca e Regno Unito. La crisi creditizia ha pesato anche sui fondi obbligazionari a breve termine e sui monetari cosiddetti "dinamici", così detti per la loro esposizione a titoli derivanti dalle cartolarizzazioni di mutui e crediti (*asset backed securities, mortgage backed securities, collateralized debt obligation, ecc.*). Il Paese che ne ha risentito di più è stata la Francia, dove questi strumenti sono molto popolari.

In Europa - e l'Italia non fa eccezione - manca la cultura dell'investimento nel lungo periodo, per cui la raccolta dei fondi, soprattutto quelli azionari, è influenzata dai cicli di Borsa e da fattori emotivi. Per contro l'industria americana soffre meno le oscillazioni di breve termine dei mercati, perché gli investitori acquistano fondi comuni a fini previdenziali nell'ambito dei piani 401(k).

Secondo ICI (Investment company institute), l'associazione statunitense dei gestori del risparmio, nel 2007 gli *asset under management* negli Stati Uniti hanno

The UCITS Market: geographical breakdown of nationally domiciled funds

COUNTRY	ASSETS	%	COUNTRY	ASSETS	%
Luxembourg	1,824.0	29.4%	Finland	55.1	0.89%
France	1,351.6	21.8%	Norway	52.3	0.84%
United Kingdom	685.0	11.0%	Poland	31.0	0.50%
Ireland	646.3	10.4%	Portugal	21.7	0.35%
Italy	285.1	4.6%	Greece	21.7	0.35%
Spain	269.4	4.3%	Liechtenstein	18.7	0.30%
Germany	266.1	4.3%	Turkey	15.4	0.25%
Sweden	136.4	2.2%	Hungary	9.8	0.16%
Belgium	120.4	1.9%	Czech Republic	6.1	0.10%
Switzerland	119.7	1.9%	Slovakia	3.8	0.06%
Austria	111.4	1.8%	Slovenia	2.9	0.05%
Netherlands	77.4	1.2%	Romania	0.3	0.00%
Denmark	71.5	1.2%	Total	6,202.9	100.00%

Fonte: EFAMA

superato i 12 trilioni di dollari, per un totale di 90 milioni di investitori. La crescita rispetto alla fine del 2006 è stata pari a 1,8 trilioni, di cui il 40% imputabile alle performance. Ma il 2007 ha segnato un anno record per la raccolta, che è stata pari a 883 miliardi di dollari e si è distribuita su tutte le tipologie, compresi i comparti monetari, che hanno rappresentato un rifugio quando la crisi creditizia ha assunto connotati più gravi.

Il patrimonio dell'industria americana rappresenta circa la metà di quello globale ed è cresciuto significativamente nell'ultimo ventennio, perché le famiglie americane hanno mostrato una sempre maggiore fiducia nel settore a discapito dell'acquisto diretto di azioni e obbligazioni. A questa espansione ha contribuito in modo determinante l'adesione dei lavoratori ai piani previdenziali 401(k), nei quali è investito circa il 10% degli asset finanziari degli statunitensi. Un altro 10% è allocato negli Individual retirement account (Ira), anch'essi gestiti in modo preponderante dalle società di gestione.

Il confronto con il resto del mondo, e gli Stati Uniti in particolare, mostra chiaramente che la crisi strutturale dell'industria italiana non è solo una questione di performance. Al contrario, un'analisi dell'Ufficio studi di Assogestioni mostra che esiste un 25% di strumenti che può competere con gli esteri. E sono quelli con un portafoglio prevalentemente azionario e un profilo di rischio/rendimento più efficiente.

I problemi, piuttosto, sono altri: la scarsa propensione degli italiani all'investi-

mento nel lungo periodo e al risparmio in un'ottica previdenziale, l'inefficiente allocazione temporale dei portafogli - per cui gli investitori si sono persi l'intero ciclo di rialzo delle Borse cominciato nel 2003 - e gli eccessivi costi di distribuzione, che hanno eroso gran parte del valore aggiunto generato dalla gestione.

Prospettive e scenari futuri: opportunità per l'industria e per i risparmiatori

Dalle ceneri della crisi, tuttavia, l'industria dei fondi può rinascere. Questi strumenti, grazie alla diversificazione di portafoglio, sono stati colpiti dal crollo dei listini e dai *default* di alcune grandi istituzioni finanziarie in misura minore rispetto alle obbligazioni bancarie o ai prodotti assicurativi *index linked*.

È necessario tuttavia che vengano rimosse le disparità fiscali e regolamentari rispetto ad altri prodotti, ossia che si crei un terreno in cui fondi, obbligazioni e polizze possano competere ad armi pari e siano sottoposti agli stessi obblighi di trasparenza.

L'esperienza americana insegna che gli investitori hanno attribuito una crescente fiducia all'industria dei fondi, nell'ambito dei piani previdenziali. Incentivare investimenti diversificati e di lungo termine, ed esplorare tutte le possibili combinazioni tra risparmio previdenziale e finanziario, rappresenta una sfida oltre che un'opportunità per l'industria, considerato anche il progressivo invecchiamento della popolazione e la sempre minore copertura della pensione pubblica. Questo anche perché circa il 60% dei sottoscrittori italiani detiene un solo fondo, e prevalentemente per un periodo breve.

Un altro ambito di innovazione è offerto dalla direttiva comunitaria Ucits III, che ha introdotto una maggior flessibilità nella gestione e la possibilità di usare strumenti derivati, non solo con finalità di copertura dei rischi. Nel 2007, i prodotti *total return* hanno rappresentato la fetta più grande dei nuovi debutti, con una crescita superiore al 50%, e sono stati gli unici, insieme agli hedge fund, a chiudere l'anno con una raccolta positiva. La crisi dei mercati, tuttavia, è stato il primo vero banco di prova e i risultati in molti casi non sono stati all'altezza degli obiettivi dichiarati. Un ripensamento sembra essere dunque necessario, in termini di miglior definizione delle classi di attivi utilizzabili (i cosiddetti *eligible asset*) e della previsione di più stringenti meccanismi di controllo del rischio.

Accanto alla maggior sofisticazione si fa strada in Europa un altro filone, quello della semplificazione, ossia della creazione di fondi che non abbiano in portafoglio titoli frutto di ingegneria finanziaria - che ha portato allo scoppio della bolla dei *subprime* - o strumenti derivati, ma titoli di stato o comunque di alta qualità.

Il concetto di semplificazione si è esteso anche all'informativa. Tanto negli Stati Uniti quanto in Europa, le autorità di vigilanza hanno avanzato proposte per la redazione di prospetti semplici, sintetici ed esaustivi. Nel Vecchio Continente la proposta è parte del pacchetto di riforme noto come Ucits IV e prevede la redazione del *Key information document* (KID), un breve prospetto che conterrà tutti gli elementi essenziali che il risparmiatore deve prendere in considerazione prima dell'acquisto, scritti con un linguaggio semplice e che consenta il confronto tra prodotti differenti.

Più semplici e trasparenti, i fondi possono davvero diventare un servizio di *default* per il risparmiatore, dopo che la crisi ha messo a nudo tutte le lacune dei prodotti opachi e complessi.



Skoura, Marocco
Crepe nel terreno

2007: LA FOTOGRAFIA DI UN ANNO DIFFICILE PER IL SETTORE

L'andamento dell'industria del risparmio gestito nel 2007

Deborah Anzaldi e Elisa Busi

L'anno 2007 si è distinto, rispetto a quelli passati, per il rallentamento dell'industria del risparmio gestito.

Quello trascorso è stato un anno caratterizzato dall'interruzione della fase rialzista dei mercati borsistici internazionali, iniziata nel 2003 e provocata dalla crisi estiva dei mutui ipotecari *subprime*. La situazione di instabilità dei mercati finanziari, unitamente alla modifica della domanda di prodotti di risparmio gestito da parte della clientela e alla variazione dell'offerta da parte dei distributori, anche in seguito all'introduzione della direttiva MIFiD, hanno influenzato l'andamento dell'industria della gestione del risparmio.

I riscatti registrati dai prodotti di gestione collettiva (fondi comuni aperti e chiusi) e di gestione di portafoglio (GPF/GPM retail, gestione di portafogli previdenziali, assicurativi e di altri investitori istituzionali) sono stati importanti e hanno portato a un ridimensionamento del settore. Non tutti i prodotti sono stati però oggetto di riscatto: il settore dei fondi immobiliari e degli hedge, così come le gestioni legate al settore previdenziale, hanno chiuso il 2007 in crescita.

La gestione collettiva, parzialmente influenzata anche dall'andamento delle gestioni di portafoglio che investono in fondi, ha subito nel corso del 2007 riscatti pari a 49,2 miliardi di euro (8 volte maggiori rispetto al 2006). I prodotti più penalizzati dai deflussi sono stati i fondi armonizzati, che hanno perso circa 59,8 miliardi di euro. Di orientamento opposto è stato il trend dei fondi comuni non armonizzati (fondi speculativi e fondi chiusi, sia mobiliari che immobiliari), le cui sottoscrizioni sono state maggiori rispetto ai riscatti per circa 10 miliardi di euro. L'effetto combinato dei flussi di raccolta e dell'andamento dei mercati finanziari ha inoltre influenzato il patrimonio, che si è ridotto nell'anno del 4,5% raggiungendo una quota poco superiore ai 650 miliardi di euro.

L'andamento delle principali borse internazionali e la riallocazione di portafoglio delle famiglie verso strumenti non appartenenti al risparmio gestito (titoli di stato, obbligazioni bancarie, depositi) hanno inciso anche sui valori di fine anno delle gestioni di portafoglio dei clienti retail. I riscatti di queste gestioni, pari a oltre 20 miliardi di euro, sono stati generati nell'80% dei casi da disinvestimenti delle gestioni patrimoniali in fondi. Sono stati negativi anche i flussi di raccolta provenienti dagli investitori istituzionali (-9 miliardi di euro), ad eccezione di quelli legati al settore previdenziale (+2 miliardi di euro). Questi deflussi hanno inciso sul patrimonio promosso dell'industria, che è diminuito nell'anno del 3% (- 5% il patrimonio gestito) attestandosi a 463 miliardi di euro (482 miliardi di euro di patrimonio gestito).

L'anno passato si è inoltre contraddistinto per le numerose operazioni di fusione tra società operanti nel risparmio gestito, che hanno portato sia ad una maggiore concentrazione del settore sia alla riduzione del numero di prodotti offerti. A fine 2007 i primi tre gruppi promuovevano e gestivano rispettivamente il 50,4% e il 51,6% delle risorse complessive dell'industria, pari rispettivamente a 1.131 e a 1.113 miliardi di euro (dati a fine dicembre, al lordo della duplicazione derivante dall'investimento dei fondi o delle gestioni nei fondi).

Fondi aperti

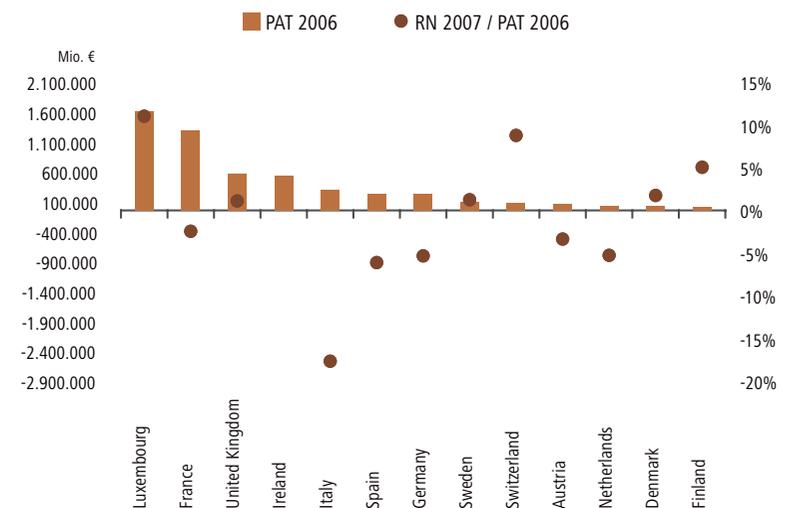
L'industria dei fondi comuni aperti ha registrato nel 2007 riscatti per 52,4 miliardi di euro. Il patrimonio, anche per effetto dei deflussi, è diminuito del 5,8% passando dai 656 miliardi di euro di fine 2006 ai 618 miliardi di euro di fine 2007.

Nel corso dell'anno i riscatti hanno interessato in diversa misura le categorie presenti sul mercato. Mentre la raccolta netta dei fondi azionari, bilanciati e obbligazionari non ha mai avuto segno positivo nel corso dei quattro trimestri del 2007, la raccolta delle altre categorie è stata invece positiva, anche se di segno variabile. In particolare, i fondi flessibili hanno raccolto 12,6 miliardi di euro, sebbene nel secondo semestre abbiano registrato dei riscatti; i fondi di liquidità, negativi nella prima metà dell'anno, hanno invece terminato il 2007 con una raccolta netta complessiva pari a 7,9 miliardi di euro. I fondi hedge, sempre positivi nei diversi trimestri analizzati, hanno chiuso il periodo in oggetto con una raccolta di 5,9 miliardi di euro. Dai fondi azionari sono stati invece riscat-

tati 24,3 miliardi di euro (pari al 14% del patrimonio detenuto a fine dicembre 2006), mentre i fondi bilanciati e obbligazionari hanno registrato rispettivamente deflussi per 7,2 e 47,2 miliardi di euro (equivalenti, per entrambe le categorie, al riscatto di quasi un quinto del patrimonio detenuto a fine dicembre 2006).

In modo analogo a quanto avvenuto nel 2006, anche nel 2007 i deflussi che hanno interessato i fondi di diritto italiano non sono stati compensati dagli afflussi provenienti dai fondi di diritto estero. Anche questi ultimi sono stati oggetto di riscatti, anche se nel 2007 la loro raccolta è stata positiva per 438 milioni di euro. Il sistema non sta quindi più vivendo una semplice riallocazione del patrimonio tra diverse tipologia di fondi, come era avvenuto tra il 2000 e il 2005, ma è entrato in una più ampia crisi strutturale ed economica, non riscontrabile con pari entità in altri Paesi europei.

Raccolta del 2007 nei fondi comuni armonizzati in alcuni paesi europei



Fonte: Elaborazione su dati EFAMA. Non sono disponibili informazioni sui flussi di raccolta per l'Irlanda.

A fine anno, più di un terzo del patrimonio allocato nell'industria dei fondi aperti era destinato a fondi obbligazionari (35,4%). Seguivano le categorie dei fondi azionari (25,5%), dei fondi di liquidità (15,9%) e dei fondi flessibili (11,5%). Chiudono la classifica i fondi hedge e i fondi bilanciati, che detengono rispettivamente il 5,9% e il 5,8% del patrimonio promosso totale. Le dinamiche della domanda e l'andamento dei mercati finanziari hanno portato nel 2007 ad un ridimensionamento del patrimonio detenuto dai fondi bilanciati (-17,7% rispetto al 2006), dei fondi obbligazionari (-16,7%)

e azionari (-11,6%). E' cresciuto di quasi un terzo, invece, il patrimonio dei fondi flessibili (+29,4%) e quello dei fondi hedge (+28,6%), mentre quello dei fondi di liquidità ha beneficiato di un incremento dell'11%.

I fondi di diritto estero, promossi da gruppi sia italiani che esteri, rappresentavano a fine 2007 il 47,9% dell'industria dei fondi aperti in Italia, in aumento di 4,3 punti percentuali rispetto al 2006.

A fine 2007 erano attivi 3.646 fondi, facenti capo a 236 società appartenenti a 75 gruppi finanziari. A seguito delle operazioni di fusione intercorse tra i gruppi italiani, si interrompe nel 2007 la riduzione della concentrazione del settore. La quota detenuta dai primi 3 gruppi aumenta nell'anno di 2,7 punti percentuali arrivando al 46,48%, mentre quella dei primi 10 gruppi cresce di 1,6 punti percentuali attestandosi al 67,99%.

Fondi chiusi

Il settore dei fondi chiusi, sia mobiliari che immobiliari, è cresciuto nel corso del 2007, fino a raggiungere oggi una quota stimata intorno al 5,4% dell'intera industria (nel 2006 era circa il 4,2%). Il volume delle risorse in gestione è infatti aumentato, trascinato dalla crescita dei fondi immobiliari.

Nel 2007 la raccolta di questi fondi, pari a circa 3 miliardi di euro, insieme alla rivalutazione del portafoglio immobiliare, ha portato il patrimonio a 19 miliardi di euro (+ 24,9% rispetto al 2006) e il valore delle attività (ovvero le risorse investite, tenuto conto dei finanziamenti ricevuti) a 31,4 miliardi di euro (+ 24,1% rispetto al 2006).

Nel corso del 2007 sono divenuti operativi 29 nuovi fondi; il numero di prodotti presenti sul mercato ha così raggiunto quota 109. I fondi neo costituiti hanno le seguenti caratteristiche:

- durata media 7 anni;
- riservati ad investitori qualificati (27 fondi);
- costituiti mediante apporto (26 fondi);
- a emissioni successive di quote e/o a *drawdown* (26 fondi);
- a distribuzione dei proventi (24 fondi);
- fondi speculativi (11 fondi).

A fine anno i fondi speculativi immobiliari rappresentavano il 20% dell'of-

ferta complessiva. Costituiti mediante apporto e riservati ad investitori qualificati, questi fondi hanno un patrimonio di oltre 1.600 milioni di euro e attività per quasi 5 miliardi di euro.

A differenza dei fondi aperti, gli acquirenti dei fondi immobiliari sono principalmente investitori qualificati. Questi investitori, solo tramite i cosiddetti fondi riservati, detengono il 75,2% dei fondi operativi, il 61,5% del patrimonio e il 67% delle attività. Nel corso dell'anno hanno attratto più dell'85% della raccolta complessiva del settore, pari a circa 2,6 miliardi di euro.

La composizione degli investimenti non subisce alcuna variazione sostanziale rispetto agli anni precedenti: il 53,3% degli immobili è adibito ad uso Ufficio, mentre il 16,9% ad uso Commerciale. Fanno seguito le destinazioni d'uso "Altro" (8,9%), Residenziale (6,4%), Industriale (5,3%), Turistico/Ricreativa (4,4%), Logistica (3,7%) e RSA (1%). A livello geografico, invece, prevalgono gli investimenti al Nord Ovest (43,3%), che risultano in crescita rispetto al 2006. Si riducono gli investimenti al Centro (31,8%), mentre rimane stabile la percentuale di immobili investita nelle rimanenti aree.

Le società di gestione del risparmio operative nel settore sono 28, di cui 17 esclusivamente promotrici di fondi immobiliari, appartenenti a 25 differenti gruppi. L'ingresso di tre nuove società nel corso dell'anno ha ridotto la concentrazione del sistema: i primi tre gruppi, a fine 2007, detengono il 39,6% del patrimonio, il 46,4% delle attività e il 27,5% dei fondi.

Fondi pensione aperti

L'entrata in vigore della nuova disciplina della previdenza complementare ha portato ad una crescita del segmento dei fondi pensione aperti. Nel 2007 il patrimonio di questi prodotti, pari a 4,3 miliardi di euro, è cresciuto del 22% grazie ad una raccolta di 800 milioni di euro (superiore a quella del 2006 di circa 300 milioni).

Nei comparti azionari è affluito il 16% delle risorse complessive, mentre la quota maggiore è stata raccolta dai fondi bilanciati (azionari, puri e obbligazionari). Nel corso dell'anno la quota degli azionari è però aumentata: nel primo trimestre è stato destinato a questa linea di investimento l'11% delle risorse, mentre nel quarto trimestre tale valore è quasi raddoppiato (21,5%).

Il 57% dei 347 comparti offerti al pubblico è di tipo bilanciato (28% bilanciati obbligazionari, 21% bilanciati puri e 8% bilanciati azionari); seguono i comparti obbligazionari (16%), gli azionari (15%), i monetari (8%) e i flessibili (4%). I comparti bilanciati, oltre a essere quelli preferiti dagli iscritti, detengono anche il patrimonio più elevato (61,3%), seguiti dai comparti azionari (25,5%), obbligazionari (8,3%), monetari (4,5%) e flessibili (0,9%).

Gli iscritti ai fondi pensione aperti sono aumentati nel corso dell'anno di oltre 300.000 unità, raggiungendo a fine anno quota 747.264 (fonte Covip). Le adesioni individuali sono aumentate del 49% circa, mentre la crescita delle adesioni collettive è stata più elevata (+230% circa). E' stimato pari al 3,1% il numero di iscritti che detiene più di una linea di investimento.

Il numero maggiore di aderenti ai fondi pensione risiede nel Nord Ovest, seguono gli abitanti del Nord Est, del Centro, del Sud e delle Isole. I comparti bilanciati puri vengono scelti maggiormente da coloro che risiedono al Nord Ovest, al Centro e al Sud. Gli abitanti del Nord Est prediligono invece quelli azionari, mentre gli abitanti delle Isole sono più propensi ai fondi bilanciati obbligazionari.

Gli uomini e le donne che risiedono al Nord Ovest, al Centro e al Sud hanno indirizzato le proprie scelte verso comparti bilanciati puri. La totalità dei residenti al Nord Est invece ha espresso le proprie preferenze verso linee di investimento azionarie; questa prevalenza è dovuta ad un numero maggiore di uomini che risiede in tale zona e che preferisce la linea azionaria, in quanto le donne della medesima area geografica preferiscono i bilanciati puri ai comparti azionari. Gli abitanti delle Isole invece prediligono i comparti bilanciati obbligazionari. Suddividendo gli iscritti per fasce d'età, possiamo notare una diffusa preferenza per i comparti bilanciati puri, in linea con i dati del 2006.

Analizzando il patrimonio distinto per tipologia di istitutore, a fine 2007 le imprese di assicurazione guidano la classifica con 1.497 milioni di euro (34,8% del patrimonio totale), sebbene nel corso dell'anno la raccolta registrata da questi comparti (159 milioni di euro) sia stata minore di quella affluita nei comparti promossi dalle società di gestione del risparmio (171 milioni di euro). Queste ultime a fine 2007 hanno un patrimonio pari a

1.485 milioni di euro (34,6% del totale), mentre le SIM e le Banche rappresentano rispettivamente il 20,3% e il 10,3% del totale.

Nel settore dei fondi pensione aperti si possono trovare 42 gruppi o *joint-venture* distinte, a cui fanno riferimento 57 società. Nel corso dell'anno la concentrazione è aumentata, con i primi 3 gruppi che detengono il 53,6% del patrimonio, 3 punti percentuali in più rispetto al 2006.

Le scelte dei sottoscrittori dei fondi comuni aperti e degli aderenti ai fondi pensione aperti e negoziali

Teresa Lapolla e Deborah Anzaldi

L'intento di questo capitolo è quello di tracciare le scelte di investimento dei sottoscrittori dei fondi comuni aperti e degli aderenti ai fondi pensione aperti e negoziali durante fasi del loro ciclo di vita e individuare alcuni degli elementi che le possono condizionare. In particolare, si vogliono analizzare gli elementi di affinità e di differenza nelle scelte dei due prodotti, soprattutto per le classi di età più giovani, cioè di coloro che, date le aspettative di vita, hanno a disposizione un lungo periodo temporale di investimento.

I fondi comuni di investimento aperti e i fondi pensione sono prodotti che consentono al sottoscrittore di diversificare i propri investimenti, anche con un importo limitato di risorse. Entrambe le tipologie permettono l'individuazione del portafoglio ottimale compatibile con il profilo di rischio e con gli obiettivi di accumulazione di ogni sottoscrittore. Sia nei fondi comuni sia nei fondi pensione è infatti possibile selezionare comparti o linee caratterizzate da profili di rischio/rendimento differenti, atti a rispondere ad esigenze di breve, medio o lungo periodo. I fondi pensione, inoltre, sono uno strumento di previdenza complementare utile al lavoratore per integrare la pensione pubblica durante il periodo di inattività. Per definizione questi prodotti hanno la caratteristica di essere un investimento di lunghissimo periodo (superiore anche a 30 anni), durante il quale non è possibile, salvo nei casi previsti dalla legge, riscattare le posizioni accantonate nel tempo, prima di aver maturato il diritto alla pensione. Diversamente, nei fondi comuni è possibile disinvestire le quote in ogni momento. Regimi fiscali differenti caratterizzano infine questi prodotti. A fronte di queste peculiarità e ipotizzando che il regime fiscale non influenzi le scelte di allocazione del risparmio tra i due prodotti, si osservano le caratteristiche e le scelte di investimento effettuate.

Il 40% degli 11 milioni di sottoscrittori di fondi comuni¹ ha un'età compresa fra i 36 e i 55 anni. La quota di quelli con età inferiore ai 35 anni, pari al 14%, è diminuita

¹ Cfr. "Caratteristiche dei sottoscrittori dei fondi comuni, dicembre 2006", Assogestioni, 2007. Considerato che le caratteristiche socio-demografiche dei sottoscrittori di fondi comuni non hanno subito negli ultimi anni importanti variazioni, nel corso del capitolo si utilizzeranno i dati del 2006.

nel corso degli anni, o meglio è stata sostituita da quelli di età superiore ai 65 anni. Anche nei fondi pensione aperti e negoziali si registra una limitata presenza di lavoratori di età inferiore ai 30 anni, nonostante nel corso del 2007 sia aumentata di quasi 5 punti percentuali la quota di questi aderenti². Alla fine del 2007, anno in cui è entrata in vigore la riforma previdenziale introdotta dal Decreto lgs. 252/2005, gli aderenti a tali fondi pensione sono circa 2,7 milioni, ovvero quasi il 60% del totale degli iscritti alle forme pensionistiche complementari. Coloro che hanno meno di 30 anni ammontano a circa un decimo. È interessante osservare una prima differenza fra gli iscritti nelle due tipologie: i fondi pensione aperti, rispetto a quelli negoziali, hanno una quota superiore di aderenti sotto i 30 anni (13% contro 9%) e una quota inferiore di iscritti con età fra i 40 e i 59 anni (52% contro 59%).

Considerando il ciclo vitale di ogni individuo, è naturale aspettarsi che le persone giovani, caratterizzate da un orizzonte temporale di lungo periodo, abbiano un portafoglio con un profilo di rischio-rendimento più alto rispetto a quello detenuto da un investitore più maturo o prossimo alla pensione. È noto infatti che nel lungo periodo gli investimenti in titoli azionari dovrebbero realizzare rendimenti maggiori rispetto alle obbligazioni, sia a breve che a lunga scadenza³; e che la rischiosità di un investimento azionario, misurata dalla deviazione standard dei rendimenti, diminuisce all'aumentare dell'orizzonte temporale dell'investimento, fino a valori che rendono assai contenuta la probabilità di rendimenti reali negativi⁴. In un mondo perfetto, si dovrebbe quindi osservare una variazione dell'*asset allocation* del portafoglio durante il ciclo di vita di un individuo e assistere, al crescere dell'età, a una diminuzione delle quote detenute in attività finanziarie con profilo di rischio/rendimento elevato.

Le scelte effettuate dai sottoscrittori dei fondi comuni non confermano tuttavia l'impostazione teorica. Sebbene oltre il 50% dei giovani abbia sottoscritto fondi azionari, bilanciati, flessibili o hedge, a questi prodotti viene destinato meno di un terzo delle risorse complessivamente indirizzate ai fondi. Al crescere dell'età non si assiste inoltre ad una diminuzione della quota rappresentata dai fondi caratterizzati da un profilo rischio/rendimento più elevato: questa cresce fino ai 35 anni per poi stabilizzarsi intorno al 50% per gli individui di età compresa fra i 36 e i 65 anni. Oltre i 65 anni si osserva un'*asset allocation* simile a quella dei giovani, sebbene detengano rispetto a questi una quota più elevata di fondi flessibili.

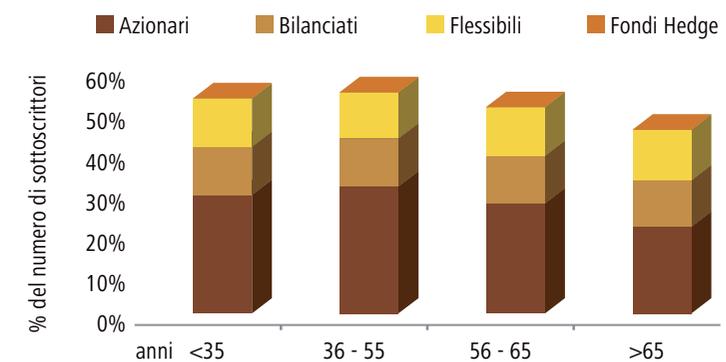
2 Elaborazioni su dati Assogestioni e Covip.

3 Fonte: Prof. Siegel J.J. (2007), Baltimore Cfa Presentation.

4 Dimson E., Marsh P., Staunton M., "The Worldwide Equity Premium, A Smaller Puzzle", op. cit, London Business School, 2006

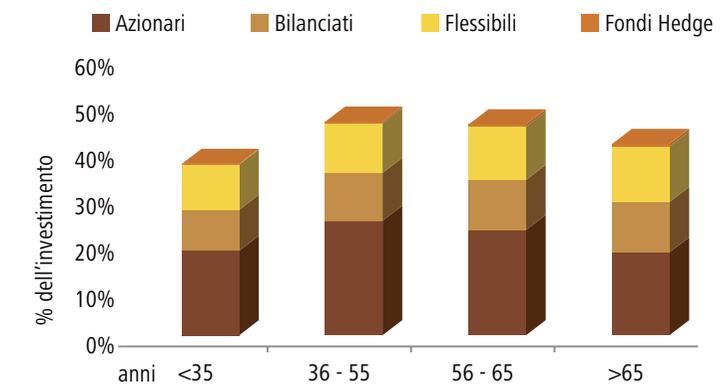
I cambiamenti nel ciclo di vita economico dei lavoratori, in seguito al diffondersi di contratti di lavoro temporanei e atipici⁵ e all'allungamento del percorso formativo, hanno probabilmente portato ad una riduzione delle possibilità di risparmio da parte dei giovani⁶ e quindi di investimento nei fondi comuni che hanno finalità di lungo periodo, quali quelli collegati all'andamento dei mercati azionari, a favore della detenzione di strumenti meno volatili. Il patrimonio dei sottoscrittori di età inferiore ai 35 anni è infatti così ripartito: 18,3% di azionari, 8,8% di bilanciati, 37% di obbligazionari, 26% di fondi di liquidità, 9,8% di flessibili e 0,1% di fondi hedge.

Fondi comuni aperti: numero di sottoscrittori per età e categoria



* Fonte: Assogestioni "Caratteristiche dei sottoscrittori dei fondi comuni, dicembre 2006", 2007.

Fondi comuni aperti: importo investito per età e categoria



* Fonte: Assogestioni "Caratteristiche dei sottoscrittori dei fondi comuni, dicembre 2006", 2007.

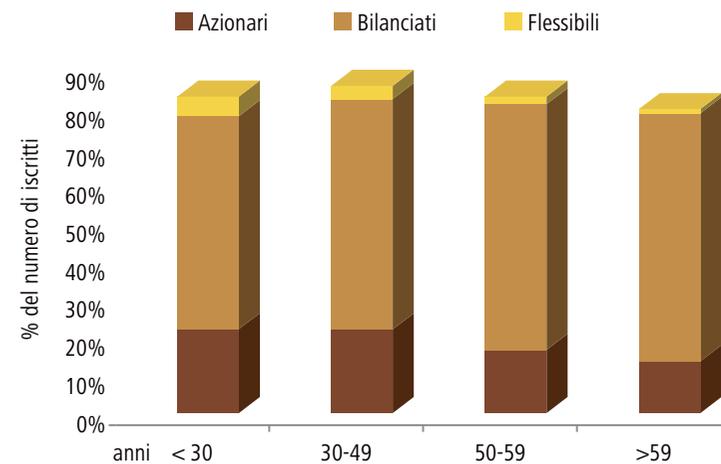
5 Cfr. "XLI Rapporto sulla situazione sociale del paese", Censis, op. cit.

6 I dati contenuti in "I Bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2004", op. cit, mostrano come al crescere dell'età aumentino il reddito e la ricchezza netta familiare.

Spostando l'analisi alle scelte operate dagli aderenti ai fondi pensione aperti e negoziali, si osserva che questi richiedono principalmente linee bilanciate (51,3%). In particolare, gli iscritti ai fondi pensione negoziali sono orientati maggiormente verso fondi obbligazionari (57%) e poi bilanciati (41%), mentre gli aderenti ai fondi pensione aperti scelgono prevalentemente linee bilanciate (61%). Gli iscritti alle linee azionarie pure nei fondi pensione aperti ammontano al 21%, mentre nei fondi pensione negoziali a poco più dell'1%. Una distribuzione simile si ottiene anche analizzando il patrimonio nelle diverse categorie. Tale differente allocazione può dipendere, oltre che dal diverso target di aderenti, anche dall'offerta: i comparti azionari sono il 15% del totale nei fondi aperti e circa l'8% nei fondi negoziali⁷.

Ma come cambiano le scelte in base all'età? In assenza di informazioni sulle risorse destinate alle diverse categorie, una prima indicazione, seppur parziale, proviene dall'analisi della tipologia di fondi acquistata. Le linee maggiormente orientate all'investimento in titoli dei mercati azionari sono preferite dagli aderenti al di sotto dei 30/35 anni⁸. In particolare per i fondi pensione aperti la fascia di età che detiene maggiormente linee azionarie pure è quella che va dai 30 ai 39 anni (23,3%), seguita da quella inferiore ai 30 anni (21,5%), mentre gli aderenti di età superiore ai 59 anni sono quelli con la quota più bassa (14,5%).

Fondi pensione aperti: sottoscrittori per età e categoria - 2007



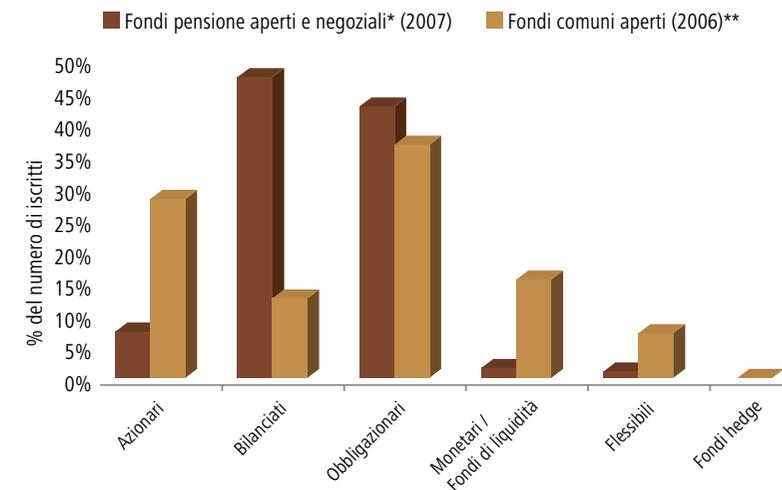
* Fonte: Assogestioni

⁷ Covip, "Relazione per l'anno 2007", 2007, p.84.

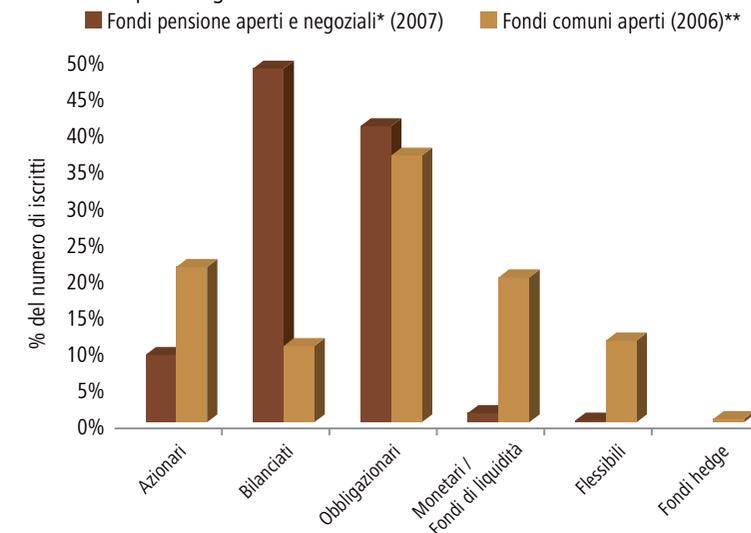
⁸ Covip, "Relazione per l'anno 2007", 2007, p.85.

Da un primo confronto tra le scelte effettuate dai sottoscrittori di fondi comuni e da quelli dei fondi pensione aperti e negoziali, sembra che per entrambi i prodotti gli individui scelgano comparti con un profilo di rischio/rendimento più elevato, ma affidino loro un ammontare di risorse contenuto. Focalizzando l'attenzione sui comparti azionari puri, gli aderenti ai fondi pensione sono più avversi al rischio rispetto ai sottoscrittori di fondi comuni.

Numero di sottoscrittori per categoria



Patrimonio per categoria



* Fonte: Elaborazione Assogestioni su dati Assogestioni e Covip.

**Fonte: Assogestioni, "Caratteristiche dei sottoscrittori dei fondi comuni, dicembre 2006", 2007.

Differenze nelle scelte di allocazione del portafoglio possono anche derivare da fattori culturali e sociali. Gli uomini, rispetto alle donne, sono più propensi a sostenere un rischio più alto a fronte di un possibile maggiore guadagno (o perdita): nei fondi comuni la scelta dei comparti azionari è pari al 30,2%, mentre nei fondi pensione aperti è il 21,8%. Scelte leggermente diverse si osservano per le fasce di iscritti più giovani, dove nei fondi comuni gli uomini preferiscono nel 31,9% dei casi fondi azionari, mentre nei fondi pensione aperti tale percentuale si riduce al 23%. Comportamenti diversi si potrebbero osservare dall'analisi del patrimonio investito in ogni categoria, ma non si dispongono di sufficienti informazioni sui fondi pensione.

L'educazione finanziaria, il contesto geografico di residenza, il reddito percepito e la ricchezza detenuta durante il ciclo di vita sono ulteriori fattori che incidono sulle scelte degli investitori, influenzate anche dai comportamenti e dai consigli dei soggetti con cui gli stessi interagiscono. Nel Nord Ovest, ovvero nella regione con il numero di famiglie più elevato, il più alto tasso di vecchiaia, la più alta speranza di vita alla nascita, la più alta occupazione, la maggiore crescita di occupazioni permanenti, i più alti livelli di fruizione di intrattenimenti nel tempo libero fuori casa (come per esempio, le visite ai musei) o di lettura di quotidiani e utilizzo del personal computer⁹, si osserva un maggior numero sia di sottoscrittori di fondi comuni aperti che di aderenti ai fondi pensione aperti e negoziali. Alla fine del 2007 appartengono a questa regione il 35,4% degli iscritti dei fondi pensione aperti e negoziali e il 38,7% dei sottoscrittori di fondi comuni, ovvero rispettivamente l'8% dei dipendenti del settore privato e il 46,3% delle famiglie (ipotizzando che ogni sottoscrittore sia rappresentativo di un nucleo familiare). Il sottoscrittore di fondi comuni in questa regione ha 1,7 anni in più rispetto alla media nazionale, investe l'11,6% in più di risorse e detiene il numero medio di fondi in portafoglio più alto, pari a 2,1. Ai fondi azionari vengono destinate il 22,1% delle somme investite, contro una media nazionale del 21,3%; tale quota diminuisce per i sottoscrittori under 25(14,7%)¹⁰.

Sia nei fondi comuni che nei fondi pensione aperti¹¹, nel corso degli ultimi 5 anni, è diminuita la quota rappresentante il numero di sottoscrittori di comparti azionari: mentre per i primi questa diminuzione è stata assorbita da una maggiore preferenza di fondi flessibili, che possono essere assimilati in alcuni casi ai fondi azionari in termini di rischio/rendimento, per i secondi è stata assorbita dai fondi obbligazionari. I motivi che hanno portato a questi cambiamenti possono essere diversi tra i due pro-

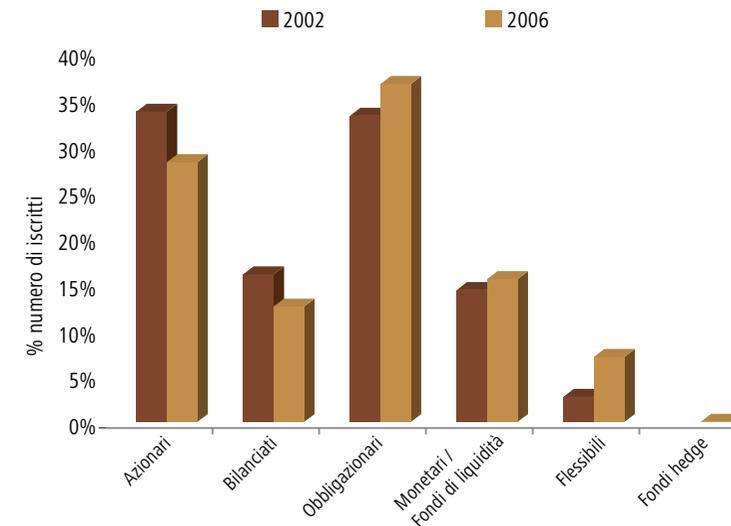
⁹ Cfr ISTAT, "Annuario Statistico Italiano 2007", op. cit, Roma.

¹⁰ Cfr. "Caratteristiche dei sottoscrittori dei fondi comuni, dicembre 2006", Assogestioni, 2007.

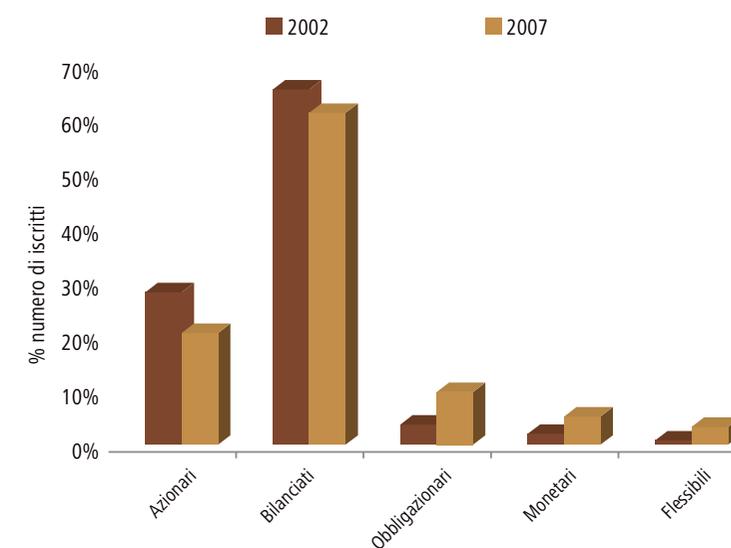
¹¹ Non è possibile effettuare il confronto temporale sui fondi pensione negoziali per i quali non sono disponibili informazioni sul 2002.

dotti; mentre per i fondi comuni una differente allocazione degli investimenti può essere derivata da un ribilanciamento del portafoglio verso questi nuovi prodotti (che si ricorda sono stati introdotti nel 1999), per le linee di investimento dei fondi pensione l'entrata in vigore della riforma previdenziale ha invece incrementato il numero delle adesioni di quei lavoratori meno propensi alla detenzione di linee azionarie pure.

Fondi comuni aperti: evoluzione del numero di iscritti per categoria



Fondi pensione aperti: evoluzione del numero di iscritti per categoria



Fonte: Assogestioni

In conclusione, le scelte di investimento osservate mostrano che gli investitori tendono a essere molto prudenti. Coloro che investono in fondi comuni aperti e in fondi pensione aperti o negoziali scelgono principalmente linee con un profilo rischio/rendimento non elevato, anche se dispongono di un profilo temporale di lungo periodo. L'utilizzo delle linee azionarie pure è infatti limitato.

Questa prudenza, oltre ad essere originata da fattori culturali e socio-economici, può avere origine anche dal basso grado di fiducia riposto nel mercato finanziario nel suo complesso, o più specificatamente negli intermediari finanziari¹². Oltre il 40% degli intervistati per il rapporto svolto dalla BNL/Centro Einaudi si dichiara infatti "per niente favorevole a correre rischi nel campo degli investimenti finanziari pur di aumentare il rendimento atteso".

¹² Cfr BNL/Centro Einaudi, "Finanza Globale, Risparmiatore locale, XXV Rapporto sul risparmio gestito e sui risparmiatori in Italia", op. cit, dicembre 2007.

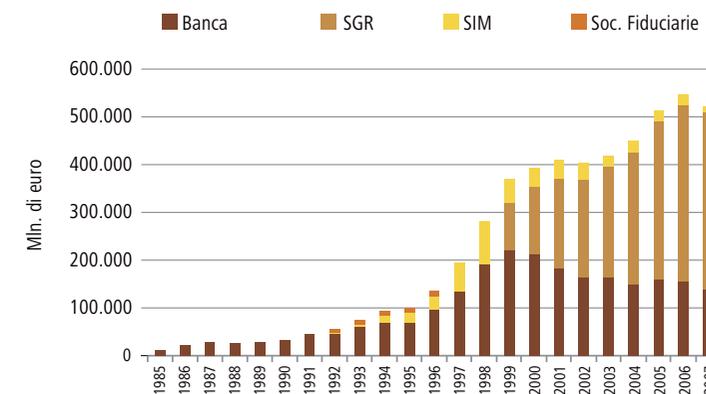
Il servizio di gestione e l'evoluzione degli operatori

Deborah Anzaldi

L'investimento immobiliare e i titoli di stato sono stati per decenni il *leitmotiv* degli investimenti delle famiglie italiane; negli anni '80 solo una minima parte dei risparmiatori si rivolgeva ai mercati azionari o utilizzava un servizio di gestione professionale. Rispetto ad altri Paesi europei, il peso della gestione professionale era limitato. Dalla fine del 2000 il *gap* rispetto ad altre realtà internazionali si è ridotto, così come sono cambiati gli operatori coinvolti e i servizi di gestione sottoscritti.

Agli inizi degli anni '90 la domanda del servizio di gestione individuale di portafoglio è iniziata a crescere e fino al 2000 è stata soddisfatta principalmente dalle banche e dalle Sim. Solo successivamente al 1999, anno in cui le competenze delle società di gestione del risparmio (SGR) sono state allargate, il ruolo di tali società è diventato predominante. La banca si è gradualmente spogliata dell'attività di gestione delle risorse raccolte presso i risparmiatori, demandandola a società di gestione di gruppo, mentre ha mantenuto il rapporto commerciale con il cliente. La ricerca di economie di scala e di una maggiore diversificazione ha probabilmente spinto questi intermediari a separare gradualmente l'attività di distribuzione da quella di gestione. A fine 2007 le gestioni patrimoniali promosse dalle SGR erano pari al 71,2%, mentre quelle delle banche e delle SIM erano rispettivamente pari al 26,4% e al 2,3%.

Gestione di portafoglio dal 1985 al 2007

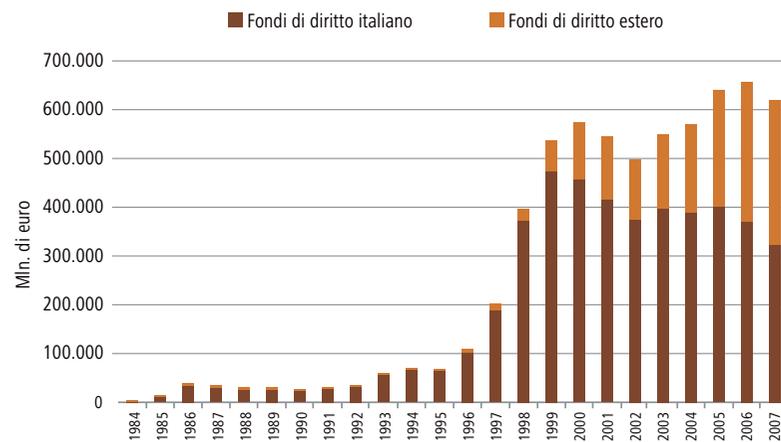


Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia

La possibilità di sottoscrivere un contratto di gestione collettiva del risparmio, sorta negli anni '70 con i primi fondi costituiti in Lussemburgo, a cui si sono aggiunti nel 1984 i fondi di diritto italiano, è stata limitata fino alla metà degli anni '90. In seguito la domanda ha seguito una dinamica di crescita esponenziale, grazie alla conversione degli investimenti detenuti dalle famiglie sotto forma di risparmio amministrato in forme di risparmio gestito, promossa da parte delle reti distributive. Dal 1996 al 1999 sono infatti affluiti nei fondi circa 366 miliardi di euro, di cui l'89% destinati a fondi di diritto italiano. Questi flussi, unitamente alla rivalutazione del portafoglio, hanno portato a far registrare nel periodo un aumento del patrimonio del 679% e un incremento dell'offerta, che è cresciuta del 50% portando a oltre 800 il numero dei prodotti. Il numero delle società è invece rimasto stabile e intorno alle 55 unità.

Dalla fine del 1999, anno in cui il patrimonio dei fondi di diritto italiano ha raggiunto il valore assoluto più elevato, è iniziato il processo di delocalizzazione del risparmio verso società costituite all'estero. In un primo tempo, la costituzione di fondi armonizzati di diritto lussemburghese e irlandese da parte di gruppi italiani è stata legata a una maggiore attrattiva degli *hub* internazionali, su aspetti amministrativi e regolamentari; in un secondo tempo, lo sviluppo è stato sostenuto anche dall'abrogazione della normativa fiscale italiana, che cercava di equiparare la tassazione dei fondi di diritto estero a quelli italiani. L'esistenza di una politica fiscale non neutrale per i fondi armonizzati ha di fatto accelerato il trasferimento delle risorse all'estero: nel secondo semestre del 2001, ovvero nel semestre in cui è stato abrogato l'equalizzatore sui fondi di diritto estero, sono confluiti in questi prodotti 7,4 miliardi di euro, a fronte di 6,8 miliardi di euro di riscatti dai fondi di diritto italiano armonizzati.

Gestione collettiva dal 1984 al 2007



Fonte: elaborazione su dati Assogestioni

Ma quanti sono i gruppi che hanno costituito fondi all'estero nel corso dell'ultimo decennio? Se al termine del 1999 solo il 10% dei gruppi aveva dei fondi armonizzati, sia di diritto italiano sia estero, tale percentuale sale al 42% nel 2001. A dicembre 2007 su 67 gruppi censiti da Assogestioni, che operano in Italia e che hanno istituito fondi armonizzati non costituiti sotto la forma di fondi di fondi, il 28,4% offre solo fondi di diritto italiano, il 31,3% ha aggiunto alla gamma prodotti anche fondi di diritto estero, il 40,3% offre solo fondi di diritto estero.

In termini di quote di mercato, il 74,4% del patrimonio è detenuto dai gruppi che hanno sia fondi di diritto italiano sia estero, seguono con il 16,1% e il 9,5% i gruppi che hanno rispettivamente o solo fondi di diritto estero o solo fondi di diritto italiano.

Tra il 2000 e il 2007 i fondi di diritto italiano armonizzati, che non investono in altri fondi, hanno registrato deflussi per quasi 200 miliardi di euro, mentre gli equivalenti fondi di diritto estero hanno raccolto oltre 150 miliardi di euro.

Sembra quindi diminuire l'attività svolta dalle società di gestione tradizionali presenti sul mercato italiano e relativa ai prodotti regolati dalle direttive comunitarie, a favore di quella svolta da società estere. Crescono in Italia, invece, le società specializzate nella gestione di fondi o di *asset class* non tradizionali, come quelle dei fondi *hedge* e dei fondi chiusi, sia mobiliari che immobiliari. A fine 2007 il numero di questi intermediari era infatti superiore a quello degli operatori tradizionali (140 su 214). Nel corso del 2007 solo il 15% delle 27 nuove società di gestione di diritto italiano autorizzate ad operare in Italia hanno richiesto l'autorizzazione a svolgere un'attività di gestione di fondi aperti di tipo tradizionale.

Mentre le risorse si trasferivano verso fondi di diritto estero costituiti da gruppi italiani, i gruppi esteri operanti in Italia hanno inoltre contribuito ad accelerare il processo di internazionalizzazione del settore, attraverso acquisizioni, *joint venture* e accordi di gestione e/o di distribuzione. Molti gruppi italiani hanno infatti incrementato la propria offerta, avvalendosi di fondi promossi da terze parti e/o delegando l'attività di gestione. Sono infatti cresciuti i fondi di fondi e le gestioni di portafogli in fondi, destinate a clienti retail (GPF retail) che utilizzano prevalentemente fondi di diritto estero.

Tra il 2002 e il 2005 l'offerta di fondi di fondi di diritto italiano, il cui portafoglio non è costituito prevalentemente da fondi promossi dal medesimo

gruppo, ovvero l'offerta di fondi di fondi *non captive*, è rimasta costante e intorno al 60% del mercato; nel biennio successivo è iniziata ad aumentare. Alla fine del 2007 questi prodotti rappresentavano quasi i tre quarti dei fondi di fondi complessivi.

Anche le risorse a loro destinate sono cresciute negli ultimi anni: a una prima fase positiva, che aveva portato questi fondi nel 2002 a rappresentare oltre il 60% del mercato, è seguita una fase negativa. Dal 2006 il patrimonio dei fondi di fondi *non captive* è tornato a crescere e, a fine 2007, era leggermente superiore a quello dei fondi *captive*. Un incremento dell'uso di fondi *non captive* lo si osserva anche nelle GPF retail. Se nel 2003 tali fondi rappresentavano il 14% del portafoglio delle GPF, nel biennio successivo il loro utilizzo aumenta del 50% fino a raggiungere il 33% del portafoglio.

L'apertura al *multimanager* è però diversa tra i diversi operatori presenti sul mercato. Un'indagine aggiornata a giugno 2007 e condotta su un campione di gruppi finanziari mostra come, rispetto al 2004, si sia dimezzato il numero dei gruppi che nelle GPF utilizzano principalmente fondi promossi dallo stesso gruppo, mentre sia cresciuto del 50% il numero di quelli che inseriscono nei portafogli più del 50% di fondi di terzi (cfr. Gestione finanziaria e consulenza: mercato e integrazione verticale, *Working Paper*, Andrea Beltratti 2008).

Lo spostamento del risparmio italiano all'estero, oltre a essere legato all'acquisto di fondi di diritto estero da parte dei gestori che promuovono prodotti di *open architecture*, è originato anche da deleghe o da mandati di gestione che vengono affidati a società di gestione estere.

A dicembre 2002 le società dislocate all'estero, ma appartenenti a gruppi italiani, promuovevano il 16,6% di tutte le risorse affidate all'industria del risparmio gestito e ne gestivano il 14,7%; in altre parole, parte delle risorse raccolte all'estero venivano affidate in gestione a società dislocate in Italia.

Cinque anni dopo si osserva una situazione inversa, quando a fine 2007 le masse gestite dalle società estere (25,6%) superano quelle promosse (22,6%), grazie anche alle deleghe e ai mandati di gestione individuale ricevuti. Se si considera anche la quota gestita all'estero da gruppi esteri, a dicembre 2007 circa il 31% del risparmio italiano è affidato a società di gestione non residenti in Italia, per un totale di oltre 340 miliardi di euro.

L'evoluzione della competizione fra gestori nelle *asset class* tradizionali tende quindi a essere sempre più internazionale e dislocata al di fuori dell'Italia.

Si è visto come la quota di risparmio che viene gestita all'estero, sia da gruppi

italiani sia esteri, stia lentamente crescendo. A fronte di un ridimensionamento della quota rappresentata dalle società italiane, c'è quindi da riflettere in merito alle cause e ai possibili effetti sull'industria del risparmio gestito e sui settori a questa correlati.

Ma quali sono i motivi che stanno spingendo le fabbriche italiane di produzione a rivolgersi o a spostarsi all'estero? Il nostro sistema Paese non permette alle imprese italiane di poter competere a parità di condizioni con le altre? Sono i fattori regolamentari o fiscali a influenzare tale situazione o il capitale umano e le infrastrutture non sono adeguate?

Queste sono le domande che necessitano di ulteriori approfondimenti, al fine di comprendere se l'attività di gestione in Italia potrà avere ancora un ruolo o se sarà destinata, per cultura e tradizione, a essere ceduta ad altri soggetti. La forte propensione al risparmio è infatti da sempre una delle caratteristiche distintive degli italiani; ma purtroppo il nostro Paese, allo stesso modo, è ben noto anche per la scarsa cultura finanziaria, la mancanza di una visione di lungo periodo e la reticenza all'innovazione dei suoi risparmiatori.



Chichicastenango, Guatemala
Mercato del giovedì

L'ATTUAZIONE DELLA DIRETTIVA MIFID IN ITALIA

L'attuazione della direttiva MiFID in Italia

Roberta D'Apice e Davide Giannetti

Le fonti normative comunitarie

La disciplina MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*) ha innovato profondamente il quadro normativo comunitario in materia di intermediari finanziari, di servizi e attività di investimento e di mercati. Infatti il legislatore comunitario da un lato ha abrogato la direttiva 93/22/CEE (ISD) sui servizi di investimento, che si era limitata a introdurre principi di armonizzazione minima e a regolamentare il mutuo riconoscimento degli intermediari, dall'altro ha introdotto una nuova disciplina, particolarmente ampia e dettagliata, che intende conseguire un'armonizzazione massima degli ordinamenti nazionali e favorire così la realizzazione di un mercato finanziario unico a livello europeo.

La disciplina MiFID è stata emanata nell'ambito della procedura Lamfalussy, ideata per favorire la rapida adozione della normativa comunitaria. In estrema sintesi, questa procedura si articola sui seguenti quattro livelli:

- Primo livello: il Consiglio Europeo e il Parlamento Europeo adottano mediante la procedura di codecisione e su proposta della Commissione Europea direttive o regolamenti contenenti i principi quadro che delineano le scelte politiche di base.
- Secondo livello: la Commissione Europea, sentito il parere del CESR (*Committee of European Securities Regulators*), emana norme di attuazione e misure tecniche di esecuzione per implementare i principi quadro definiti nell'ambito del primo livello.
- Terzo livello: il CESR definisce delle linee guida non vincolanti e adotta degli *standards*, allo scopo di favorire l'uniforme recepimento e applicazione della disciplina comunitaria di primo e secondo livello da parte degli Stati membri.
- Quarto livello: la Commissione Europea vigila sul corretto recepimento della legislazione europea nell'ordinamento nazionale degli Stati membri, avviando se necessario la procedura di infrazione prevista dal diritto comunitario.

Nell'ambito della procedura descritta, quindi, il legislatore comunitario ha emanato la direttiva 2004/39/CE di primo livello che definisce i principi generali e successivamente la direttiva 2006/73/CE e il regolamento 1287/2006/CE di secondo livello, che contengono le relative misure di implementazione; il CESR, inoltre, ha adottato delle misure di terzo livello nelle materie di maggiore rilevanza, quali ad esempio *best execution*, incentivi e *transaction reporting*.

Le fonti normative nazionali

L'Italia avrebbe dovuto recepire la disciplina MiFID dettata dalla direttiva 2004/39/CE e dalla direttiva 2006/73/CE – così come dagli altri Stati membri – entro il 31 gennaio 2007, ferma restando la sua entrata in vigore il 1° novembre 2007. Il legislatore nazionale, tuttavia, ha recepito a livello primario le due direttive comunitarie solo nel settembre 2007 mediante il d.lgs. 164/2007 che ha modificato il d.lgs. 58/1998 (Testo Unico della Finanza) e ha attribuito alla CONSOB (ovvero congiuntamente alla Banca d'Italia e alla CONSOB) la competenza a emanare disposizioni di secondo livello nelle materie ivi indicate; in tale contesto, il TUF ha confermato il principio della ripartizione delle competenze di vigilanza regolamentare tra le due Autorità sulla base delle finalità perseguite. Il processo di recepimento della disciplina MiFID si è concluso, a livello secondario, con l'emanazione da parte della CONSOB del Nuovo Regolamento Intermediari (delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007) e del Regolamento Mercati (delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007), nonché con l'emanazione del Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio (provvedimento 29 ottobre 2007), adottato congiuntamente da Banca d'Italia e CONSOB.

Inoltre, in occasione del recepimento della MiFID, la CONSOB ha esteso parte della relativa disciplina alla distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione, realizzando il cosiddetto *level playing field* dei prodotti aventi contenuto finanziario equivalente; allo stesso tempo, l'Autorità di vigilanza ha altresì esteso alcune regole di condotta (ad esempio in materia di *best execution* e incentivi) applicabili al servizio di gestione di portafogli e al servizio di gestione collettiva, pur salvaguardando naturalmente le peculiarità di quest'ultimo.

Infine, la CONSOB ha avviato una procedura di consultazione con oggetto l'adozione di misure di terzo livello relative alla ricerca in materia di investimenti nel

rapporto tra negoziatore e gestore e al dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza, in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi. L'Autorità di Vigilanza, inoltre, ha accolto la richiesta di alcune associazioni degli intermediari – tra cui Assogestioni – di prevedere una procedura di validazione delle Linee Guida da queste elaborate; in tal modo, le associazioni possono fornire ai propri associati uno strumento interpretativo della normativa recentemente introdotta, che consenta di individuare nelle materie affrontate le condotte a questa conformi.

I servizi e le attività di investimento

L'attuazione della Direttiva MiFID ha determinato l'estensione della nozione di "strumenti finanziari", in cui viene inclusa una più articolata lista di strumenti derivati nonché l'introduzione di nuovi "servizi d'investimento", quali la consulenza in materia di investimenti e la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

Il servizio di consulenza, prima ricompreso nell'ambito dei servizi accessori, si articola nella "prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo una o più operazioni relative a un determinato strumento finanziario". Il servizio, quindi, si caratterizza per la natura personalizzata della raccomandazione, che si manifesta quando questa viene presentata come adatta per il cliente, oppure quando è basata sulla considerazione delle caratteristiche di quest'ultimo; al riguardo, il legislatore chiarisce che una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione. La natura personalizzata della raccomandazione, comunque, consente di distinguere la consulenza da alcuni servizi accessori, quali la ricerca in materia di investimenti, l'analisi finanziaria o altre forme di raccomandazioni generali relative ad operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari. La consulenza in materia di investimenti, inoltre, deve riguardare uno strumento finanziario determinato e la realizzazione di un'operazione che lo riguardi direttamente, come ad esempio l'acquisto, la vendita, la sottoscrizione, lo scambio, il riscatto o l'eventuale esercizio di un diritto conferito da quel particolare strumento; di conseguenza, la consulenza generica in merito a un "tipo" di strumento finanziario non costituisce una forma di prestazione di consulenza in materia di investimenti, ma piuttosto – secondo la direttiva 2006/73/CE – una fase preparatoria alla prestazione di un servizio o di un'attività di investimento di cui può essere considerata parte integrante.

Nell'ambito del recepimento della disciplina MiFID, il legislatore italiano ha altresì previsto che il servizio di consulenza in materia di investimenti possa essere prestato da persone fisiche (consulenti finanziari), purché in possesso di specifici requisiti patrimoniali e di professionalità, onorabilità e indipendenza; in tale circostanza, tuttavia, il servizio deve essere prestato senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza della clientela.

Del tutto nuovo è invece il servizio di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, ossia di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, sulla base di regole predefinite, di proposte di acquisto o di vendita di terzi relative a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti; detti sistemi rilevano in particolar modo nell'ambito della disciplina sui mercati dettata dalla MiFID, poiché costituiscono una delle possibili sedi di negoziazione in cui è possibile effettuare un'operazione su strumenti finanziari analogamente, ad esempio, ai mercati regolamentati e agli internalizzatori sistematici.

Il Testo Unico della Finanza introduce inoltre una definizione del servizio di negoziazione per conto proprio inteso come "l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di *market maker*". Nella prestazione del servizio, il negoziatore impegna posizioni proprie e assume il rischio delle operazioni poste in essere; pertanto, non costituisce negoziazione in conto proprio quella condotta per finalità proprie, ossia quando non è ravvisabile l'esecuzione dell'ordine di un cliente. In attuazione della disciplina comunitaria, tuttavia, il legislatore ha ricompreso nella negoziazione per conto proprio anche l'attività di *market making* che è finalizzata a fornire liquidità a un mercato e che è tipicamente svolta dall'intermediario in assenza dell'ordine di un cliente; il *market maker*, infatti, opera su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, proponendosi su base continua come disposto a negoziare in contropartita diretta ai prezzi da esso definiti. Il *market maker*, quindi, svolge la propria attività nei confronti del mercato nel suo complesso, impegnandosi a rispettare predefiniti livelli minimi di attività e favorendo in tal modo la liquidità dello stesso. Nell'ambito della negoziazione per conto proprio, inoltre, assume particolare rilievo l'internalizzazione sistematica, poiché costituisce una modalità di prestazione del servizio; in particolare, secondo la definizione del Testo Unico della Finanza, l'internalizzatore sistematico è "il soggetto che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema

multilaterale di negoziazione". In primo luogo, quindi, l'attività si caratterizza per l'esecuzione dell'ordine di un cliente da parte del negoziatore che impegna posizioni proprie; in secondo luogo, detta attività si qualifica per il suo carattere organizzato, frequente e sistematico che, nell'ambito della disciplina dei mercati dettata dalla MiFID, determina la definizione dell'internalizzatore quale sede di negoziazione, ponendolo in diretta concorrenza con i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione e sottoponendolo altresì a specifiche regole di trasparenza.

Per quanto riguarda il servizio di gestione di portafogli, il legislatore nazionale ha provveduto ad adeguarne la definizione a quella contenuta nella direttiva MiFID. Secondo la nuova definizione il servizio si articola nella "gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti". La gestione di portafogli, quindi, è incentrata sulla natura individuale e personale del rapporto che intercorre tra l'investitore e l'intermediario a cui questo affida la gestione di un patrimonio specifico; quest'ultima, inoltre, si caratterizza per gli ampi margini di discrezionalità con cui l'intermediario può gestire il patrimonio affidatogli, ferma restando la facoltà per il cliente di impartire istruzioni vincolanti in merito alle operazioni da eseguire.

Circa il servizio di ricezione e di trasmissione di ordini il legislatore nazionale ha confermato l'impostazione previgente, prevedendo che detto servizio comprenda anche l'attività di mediazione.

Per quanto concerne il servizio di collocamento il legislatore distingue, conformemente a quanto previsto dalla MiFID, la sottoscrizione e/o il collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, dal collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.

Infine, per quanto concerne la prestazione dei servizi e l'attività di investimento da parte degli intermediari comunitari, l'ordinamento nazionale – secondo quanto previsto dalla MiFID – ha delineato una disciplina in materia di passaporto europeo più incisiva rispetto al precedente regime; in particolare, ha valorizzato il principio dell'*home country control*, prevedendo che, al di là di alcune eccezioni, l'intermediario comunitario sia sostanzialmente soggetto alla normativa dello Stato membro di origine.

La disciplina dei mercati regolamentati

A livello comunitario la MiFID innova la disciplina dei mercati precedentemente dettata dalla direttiva 93/22/CEE, mediante una normativa di dettaglio in parte contenuta nel regolamento 1287/2006. Naturalmente questa disciplina incide in modo pervasivo anche a livello nazionale, delineando un quadro normativo profondamente diverso dal precedente, a seguito delle modifiche introdotte dal legislatore nel Testo Unico della Finanza e dell'adozione da parte della CONSOB del Regolamento Mercati n. 16191 del 29 ottobre 2007.

In tale contesto, il Testo Unico della Finanza amplia il novero dei potenziali operatori sui mercati regolamentati poiché prevede che possano accedere anche soggetti – comprese le SGR – diversi dalle imprese di investimento e dalle banche autorizzate ai servizi di negoziazione per conto proprio e di esecuzione di ordini per conto dei clienti; infatti, detti soggetti possono operare sui mercati regolamentati purché soddisfino i requisiti di onorabilità e professionalità, dispongano di un livello sufficiente di competenza e capacità di negoziazione e possiedano adeguati dispositivi organizzativi e risorse sufficienti per il ruolo che devono svolgere.

Inoltre, il legislatore ha eliminato la “regola della concentrazione” che, salvo alcune eccezioni, ha imposto agli intermediari di eseguire gli ordini degli investitori sui mercati regolamentati. La nuova normativa, infatti, è volta a favorire la concorrenza tra diverse sedi di negoziazione degli ordini (*trading venues*) e in particolar modo tra mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici. La conseguente frammentazione degli scambi ha determinato altresì la necessità di garantire la trasparenza delle negoziazioni (*pre-trade transparency* e *post-trade transparency*), anche al fine di consentire una reale integrazione dei mercati, un efficiente processo di formazione dei prezzi e l'esecuzione degli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente (*best execution*). A livello nazionale, tuttavia, la normativa in tema di trasparenza è diversificata in relazione alla tipologia di strumento finanziario, in quanto l'ordinamento comunitario disciplina la materia esclusivamente per le azioni ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati, lasciando agli Stati membri la facoltà – esercitata dal legislatore italiano – di prevedere un regime di trasparenza ulteriore per gli altri strumenti finanziari.

In particolare, la disciplina relativa alla trasparenza per le azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato prevede che l'investitore e l'interme-

diario abbiano accesso, in una fase antecedente all'esecuzione delle operazioni, alle informazioni sulle condizioni a cui queste possono essere concluse. Tale disciplina prevede anche precisi obblighi di trasparenza post-negoziazione per i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli operatori; questi ultimi, ad esempio, sono tenuti a rendere pubbliche le informazioni indicate, limitatamente alle operazioni concluse al di fuori delle suddette *trading venues*.

Il Testo Unico della Finanza ha attribuito alla CONSOB la facoltà di estendere il regime di trasparenza agli strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati, se necessario per assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. L'Autorità di vigilanza ha esercitato tale facoltà e ha previsto che mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici stabiliscano e mantengano adeguati regimi di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione; inoltre, il regolamento ha disposto specifici obblighi di trasparenza anche per i soggetti abilitati, ad esempio con riferimento alle operazioni concluse al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di internalizzatore sistematico su strumenti finanziari ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati italiani, diversi da azioni e con un controvalore inferiore o pari a € 500.000.

L'organizzazione interna degli intermediari

La disciplina relativa all'organizzazione e alle procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio è dettata dal Regolamento Congiunto della Banca d'Italia e della CONSOB, adottato con provvedimento del 29 ottobre 2007.

Il Regolamento Congiunto delinea i requisiti generali di organizzazione, con particolare riferimento ai criteri e ai principi a cui devono conformarsi gli intermediari, ad esempio in materia di dispositivi di governo societario, di gestione del rischio e di flussi informativi; allo stesso tempo, individua compiti e responsabilità che gravano sugli organi aziendali a prescindere dal modello di amministrazione e controllo adottato, nonché alcuni principi di buon governo societario.

Le Autorità di vigilanza disciplinano anche l'istituzione delle funzioni aziendali di controllo di conformità alle norme (*compliance*), di gestione del rischio e di

revisione interna (*internal audit*), focalizzandosi sulla necessità che queste siano indipendenti tra loro, nonché indipendenti rispetto alle attività e ai soggetti sottoposti a controllo; inoltre, dette autorità prevedono che gli intermediari adottino, applichino e mantengano procedure idonee a garantire l'adempimento degli obblighi di correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi e regolamentano la trattazione dei reclami e delle operazioni personali.

Sempre con riferimento all'organizzazione degli intermediari, il Regolamento Congiunto affronta le problematiche insite nell'esternalizzazione di funzioni aziendali (*outsourcing*); la normativa prevista è volta a contenere i rischi connessi all'*outsourcing*, imponendo l'adozione di tutte le misure a tal fine ragionevoli e mantenendo in capo all'intermediario la responsabilità per gli obblighi previsti in relazione ai servizi e alle attività prestati.

Le Autorità di vigilanza, inoltre, dettano un'articolata disciplina in materia di conflitti di interesse in cui non impongono limiti alla loro operatività, pur riconoscendo che la polifunzionalità degli intermediari amplifica il rischio che insorgano circostanze (anche solo potenzialmente) pregiudizievoli per i clienti; la nuova disciplina, piuttosto, introduce delle regole di condotta volte alla corretta identificazione dei conflitti di interesse e alla loro successiva efficiente gestione. Ai fini dell'identificazione gli intermediari devono prendere in considerazione, quale "criterio minimo" e non esaustivo, un elenco di circostanze (delineate dallo stesso Regolamento Congiunto) in cui possono sorgere dei conflitti di interesse a seguito della prestazione di un servizio o di un'attività di investimento. Concluso il procedimento di identificazione, gli intermediari devono adottare tutte le misure ragionevoli per evitare che i conflitti rilevati incidano negativamente sugli interessi dei clienti; al riguardo, la normativa indica – sempre in via non esaustiva – alcune procedure e misure volte a garantire che i soggetti rilevanti impegnati in varie attività che implicano un conflitto di interesse svolgano queste ultime con un livello di indipendenza appropriato. Nel contesto delineato, è di fondamentale rilevanza la politica di gestione dei conflitti di interesse che gli intermediari devono formulare per iscritto, applicare e mantenere; in essa, infatti, sono indicate le circostanze che generano o potrebbero generare dei conflitti rilevanti, nonché le procedure da seguire e le misure da adottare per la loro gestione.

Il Regolamento Congiunto detta per il servizio di gestione collettiva una disciplina analoga, nella sostanza, a quella prevista per i servizi e le attività di investimento; al riguardo, le Autorità di vigilanza hanno comunque tenuto conto delle

peculiarità della gestione in monte, compresa la maggior ampiezza del mandato gestorio e il minor potere di intervento dei partecipanti.

Le regole di comportamento degli intermediari

Il Nuovo Regolamento Intermediari ha ridefinito le regole di condotta degli intermediari in modo organico e unitario in quanto, oltre a provvedere al recepimento della disciplina MiFID, ne ha esteso in parte l'applicazione alla distribuzione dei prodotti bancari e assicurativi e, in alcune materie, ha dettato per il servizio di gestione collettiva una normativa sotto molti profili sostanzialmente equivalente; in tale contesto, in conformità alla disciplina comunitaria, il filo conduttore della normativa è la centralità dell'interesse del cliente, che costituisce il principio generale a cui questa si ispira.

La nuova regolamentazione prevede una graduazione delle regole di condotta in funzione del servizio prestato e della natura del cliente; di conseguenza, si introduce una tutela più ampia per i servizi a maggiore valore aggiunto – quali la gestione di portafogli e la consulenza in materia di investimenti – e una tutela progressivamente più attenuata per servizi in cui è più accentuata la componente esecutiva. Nel quadro delineato, si colloca la disciplina dettata in materia di valutazione dell'adeguatezza e appropriatezza che impone agli intermediari – con una graduazione differente – di valutare la coerenza dell'investimento del cliente con il suo profilo. In particolare, gli intermediari devono effettuare la valutazione di adeguatezza quando prestano la gestione di portafogli o la consulenza in materia di investimenti, fermo restando che il suo esito vincola la possibilità di fornire il servizio; questa valutazione è volta a verificare che le operazioni consigliate o realizzate corrispondano agli obiettivi del cliente, siano da questo finanziariamente sostenibili e siano di natura tale da consentirgli di comprendere i rischi ad esse inerenti. Per gli altri servizi di investimento, il cliente beneficia della valutazione di appropriatezza che si fonda solo sulla sua conoscenza ed esperienza e che, in caso di esito negativo, può essere superata mediante una richiesta espressa. Il Nuovo Regolamento Intermediari, invece, non prevede alcuna valutazione da parte dell'intermediario qualora il cliente richieda la mera esecuzione o ricezione degli ordini (*execution only*).

La centralità dell'interesse del cliente caratterizza la disciplina sul contenuto dell'informativa, che gli intermediari devono fornire nella fase precontrattuale e

nel corso di tutto il rapporto contrattuale; detta disciplina si articola in principi generali e in disposizioni di carattere particolare relative ai singoli servizi prestatati. La centralità dell'interesse del cliente, d'altra parte, emerge chiaramente anche dalla previsione dell'obbligo della forma scritta per i contratti tra intermediari e cliente al dettaglio, salvo l'ipotesi in cui sia prestata la consulenza in materia di investimenti; in tal modo, infatti, si pone il cliente nelle condizioni di poter comprendere pienamente i diritti e gli obblighi relativi allo specifico servizio ricevuto.

Alla luce dell'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati, la CONSOB introduce una nuova disciplina in materia di *best execution*, applicabile anche al servizio di gestione di portafogli e sostanzialmente estesa alla gestione collettiva; in considerazione della molteplicità delle sedi presso cui eseguire una particolare operazione, infatti, la recente normativa impone agli intermediari di dotarsi di una strategia di esecuzione e di trasmissione che consenta di conseguire il miglior risultato possibile per il propri clienti, quando detti intermediari rispettivamente provvedono a eseguire un ordine ovvero a trasmettere quest'ultimo ad altri soggetti per la sua esecuzione.

Infine, la CONSOB ha dettato delle severe regole di condotta in merito agli incentivi (*inducements*) che gli intermediari ricevono o corrispondono nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva, poiché ha considerato eccezionali tutte le utilità non corrisposte direttamente dai clienti. Al riguardo, l'Autorità di vigilanza ha delineato delle rigide condizioni di legittimità, in assenza delle quali tali utilità sono vietate; in particolare, gli incentivi diversi dai cosiddetti compensi adeguati, oltre a dover essere oggetto di *disclosure*, devono essere volti ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non devono ostacolare l'adempimento dell'obbligo di servire al meglio i suoi interessi da parte dell'intermediario.



Pechino, Cina
Quartiere artistico

A QUANDO UN LEVEL PLAYING FIELD FISCALE PER I GESTORI ITALIANI?

A quando un *level playing field* fiscale per i gestori italiani?

Arianna Immacolato

Il regime fiscale dei fondi comuni italiani: la situazione attuale e i limiti rispetto ai competitor esteri

Nel mercato nazionale del risparmio gestito si registra dal 2001 (ossia dall'abolizione del cosiddetto equalizzatore) la tendenza a un significativo deflusso netto delle risorse investite nei fondi di investimento di diritto italiano, che investono in strumenti finanziari, verso gli omologhi prodotti comunitari.

Questa tendenza non dipende tanto e soltanto dalla diversa domiciliazione del soggetto gestore, quanto dalle differenze nelle regole di funzionamento del veicolo di investimento offerto. Uno dei principali componenti di tali differenze riguarda il regime fiscale e, in particolare, il più sfavorevole trattamento fiscale dei fondi di investimento italiani rispetto a quelli comunitari armonizzati.

I redditi dei fondi italiani (e di quelli lussemburghesi storici) sono soggetti ad imposta con l'aliquota del 12,50% direttamente a loro carico (invece che dei partecipanti) e per maturazione, ovvero nel periodo d'imposta in cui sono economicamente maturati. A carico di tali fondi è infatti applicabile un'imposta sostitutiva che è commisurata al risultato maturato di gestione e cioè all'incremento di valore registrato dalle attività finanziarie gestite nel corso di ciascun anno solare. Pertanto, l'imposta è prelevata prima ancora che i partecipanti abbiano potuto conseguire i redditi loro spettanti e risulta inoltre applicabile non solo sui redditi effettivamente realizzati dal fondo, ma anche su quelli economicamente maturati e non ancora realizzati.

Per contro, i redditi dei fondi comunitari armonizzati sono assoggettabili ad imposta, sempre con l'aliquota del 12,50%, ma direttamente a carico dei partecipanti e per cassa. E infatti l'imposta, non potendo essere prelevata a loro carico, proprio perché privi di sede in Italia, è prelevata a carico dei partecipanti all'atto della percezione dei redditi loro spettanti. Pertanto, in tal caso, il pagamento dell'imposta è differito fino a quando i partecipanti non percepiscano tali redditi

tramite il riscatto o il rimborso delle quote di partecipazione, ovvero in occasione delle distribuzioni periodiche. Tale differimento del pagamento dell'imposta ad oggi non risulta più compensato da un corrispondente incremento dell'ammontare dell'imposta da prelevare sui redditi dei fondi comunitari armonizzati, a seguito dell'abolizione dell'equalizzatore.

L'applicazione del diverso regime fiscale appena descritto comporta per i fondi italiani due ordini di svantaggi rispetto a quelli comunitari armonizzati.

In primo luogo tali fondi, dovendo versare annualmente l'imposta sostitutiva sull'incremento di valore registrato dall'attivo, si trovano costretti ad esporre nei propri rendiconti i rendimenti al netto dell'imposta sostitutiva. Pertanto essi, anche quando maturino rendimenti di importo esattamente pari a quelli conseguiti dai fondi comunitari armonizzati, evidenziano peggiori *performance*.

In secondo luogo i fondi italiani, dovendo corrispondere l'imposta sostitutiva per maturazione, non possono reinvestire anche le somme impiegate per il pagamento dell'imposta medesima. Di conseguenza, tali fondi possono conseguire rendimenti inferiori a quelli conseguiti dai fondi comunitari armonizzati non soggetti ad imposta nello Stato in cui hanno sede.

Inoltre, i fondi italiani si sono trovati costretti ad iscrivere nei propri rendiconti poste illiquide tali da poterne compromettere la redditività. Per effetto dell'andamento negativo registrato dai mercati finanziari, molti fondi hanno infatti accumulato rilevanti risultati negativi di gestione.

L'utilizzabilità di tali risultati, a compensazione dei risultati positivi maturati negli anni successivi dallo stesso o da altro fondo, ha imposto alle società di gestione del risparmio di procedere alla loro valorizzazione nei rendiconti, iscrivendo nella voce dell'attivo relativa agli altri crediti l'importo del risparmio d'imposta ad essi ricollegabile.

L'omessa valorizzazione di questi risultati avrebbe avvantaggiato (e avvantagerebbe) i nuovi partecipanti a danno di quelli vecchi, in quanto i primi avrebbero beneficiato (e continuerebbero a beneficiare) dei risultati negativi di gestione maturati dai secondi, senza sostenere in contropartita alcun onere. Tale fenomeno ha assunto nel corso degli anni dimensioni assai significative e ha creato uno stock di risparmio di imposta difficilmente smaltibile con le attuali regole. Di conseguenza i fondi italiani che abbiano valorizzato i risultati negativi di gestione, non potendo investire interamente il loro attivo, registrano peggiori *performances* rispetto ai fondi comunitari armonizzati e non possono profittare di eventuali riprese dei mercati.

Si crea così un forte vantaggio competitivo per i fondi domiciliati negli altri paesi dell'Unione Europea. Un analogo vantaggio vale per molti altri strumenti finanziari distribuiti nel mercato domestico (in primis, i prodotti assicurativi con contenuto finanziario) che, soprattutto a causa del comune canale distributivo, hanno un elevato tasso di sostituzione nei confronti dei prodotti del risparmio gestito.

"A uguali obblighi, uguali diritti": l'importanza di livellare il campo di gioco

Le considerazioni fin qui svolte impongono alla normativa italiana di disegnare un sistema di tassazione dei fondi comuni di investimento che sia in grado di superare le distorsioni oggi esistenti, così da soddisfare principi di efficienza e di equità.

A tale riguardo, Assogestioni lavora da tempo affinché si estenda ai fondi italiani di investimento e ai fondi lussemburghesi storici il regime fiscale di cui attualmente godono i fondi comunitari armonizzati e molti altri strumenti finanziari. Ciò significa che si dovrebbero tassare anche i redditi dei fondi italiani di investimento non più in capo allo stesso fondo, bensì direttamente a carico dei partecipanti al momento della realizzazione. Garantendo un'effettiva parità di trattamento fiscale fra fondi italiani di investimento e un ampio spettro di altri strumenti finanziari, si eliminerebbe uno degli ostacoli fondamentali per la ripresa del settore italiano del risparmio gestito.

Il regime fiscale delineato per i fondi che investono in strumenti finanziari, secondo l'associazione, dovrebbe essere inoltre esteso a tutte le tipologie di fondi comuni di investimento italiani. Come è noto, il regolamento del Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica del 24 maggio 1999, n. 228, ha ampliato il catalogo di attività nelle quali i fondi di investimento possono investire il loro patrimonio. In particolare, il citato regolamento ha previsto che le società di gestione del risparmio possano istituire fondi che investono il loro attivo in crediti, in titoli rappresentativi di crediti e in ogni altro bene per il quale esista un mercato e sia determinabile con certezza il valore con una periodicità almeno semestrale. La mancanza di una normativa che disciplini il regime fiscale di questa particolare tipologia di fondi ne ha di fatto finora impedito la costituzione in Italia. Sennonché la diffusione di tali fondi può favorire la creazione di nuovi segmenti del mer-

cato finanziario domestico e può rafforzare e rendere più efficienti alcuni dei segmenti già esistenti.

Fiscalità e innovazione di prodotto: il progetto per l'introduzione dei PIR

La ricchezza finanziaria degli investitori italiani è caratterizzata da un livello insoddisfacente di diversificazione, sia sotto il profilo dell'*asset allocation* (bassa esposizione all'investimento azionario) sia sotto il profilo degli strumenti finanziari utilizzati. Inoltre, le scelte di investimento del risparmiatore medio sono afflitte dalla brevità dell'orizzonte temporale considerato e dal conseguente fenomeno di *market timing* avverso. Tali caratteristiche nuocciono gravemente alla redditività del portafoglio finanziario medio, perché contrastano con i principi basilari di un programma di ottimizzazione del profilo atteso di rischio–rendimento.

Al fine di spingere i risparmiatori verso più adeguate strategie di diversificazione del rischio finanziario e verso un più corretto apprezzamento delle scelte intertemporali, l'associazione ha valutato l'impatto positivo derivante dall'introduzione di un incentivo fiscale, consistente nella concessione alle persone fisiche di una detrazione di imposta, scomputabile dall'IRPEF netta dovuta sul loro reddito imponibile, pari al 19% delle somme monetarie e del valore degli strumenti finanziari conferiti in Piani Individuali di Risparmio (PIR) per una durata minima di cinque periodi d'imposta. Gli investimenti, assoggettabili all'incentivo fiscale detto, potrebbero essere attuati mediante la sottoscrizione di portafogli di strumenti finanziari o di quote di fondi comuni d'investimento in grado di soddisfare requisiti di diversificazione del rischio e di una soglia minima di allocazione azionaria; essi potrebbero anche essere attuati mediante contratti di assicurazione sulla vita, con prestazioni collegate al valore dei predetti fondi comuni ovvero a fondi interni rispondenti ai medesimi requisiti.

La concessione dell'agevolazione fiscale in forma di detrazione d'imposta, scomputabile dall'IRPEF netta dovuta sul reddito imponibile, garantirebbe ai risparmiatori di fruire del medesimo risparmio d'imposta, a parità di somme e di valori conferiti nei PIR. Se si concedesse invece una deduzione dal relativo imponibile, il risparmio di imposta aumenterebbe in proporzione agli incrementi dell'aliquota marginale applicabile su questo imponibile. Ne deriverebbe che,

pur a parità di somme e di valori conferiti, i risparmiatori a più alto reddito potrebbero fruire di un maggior risparmio d'imposta.

La detrazione d'imposta del 19% dovrebbe infine essere riconosciuta soltanto fino a concorrenza di un limite massimo annuale prestabilito, per evitare che i risparmiatori, in possesso di rilevanti capitali finanziari, possano fruire di un ammontare di detrazione così elevato da assorbire interamente l'IRPEF dovuta.



Trinidad, Cuba
Scalinata della Iglesia de la Santissima Trinidad

LA PREVIDENZA COMPLEMENTARE E I PRIMI MESI DELLA RIFORMA

Un passo fondamentale per la previdenza in Italia: le prospettive per il futuro

Sonia Maffei

E' ormai decorso più di un anno dalla data di entrata in vigore della riforma della previdenza complementare operata dal decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252. Alcuni degli obiettivi programmati sono stati raggiunti ma, a tutt'oggi, ancora numerosi sono i passi da compiere per poter giungere ad un sistema di previdenza complementare efficiente ed efficace, che sia nel contempo in grado di offrire a tutti i lavoratori una copertura adeguata e integrativa dei sistemi di primo pilastro e di competere ad armi pari con analoghi sistemi presenti nei diversi Paesi europei.

Un primo ambito di intervento attiene all'incremento del tasso di adesione alla previdenza complementare da parte di lavoratori appartenenti a settori produttivi cosiddetti "non sindacalizzati". E a tal proposito, non può di certo negarsi la validità dello strumento "fondo pensione aperto ad adesione collettiva" per il raggiungimento del fine suddetto.

Non v'è dubbio, infatti, che il prodotto della specie, maggiormente flessibile rispetto ai fondi negoziali, ben si adatta alle caratteristiche e alle esigenze di aziende di piccole e piccolissime dimensioni, nelle quali i fondi negoziali riscontrano maggiori difficoltà di accesso sia a fronte dell'assenza di rappresentanze sindacali aziendali sia in ragione della circostanza che queste aziende, in genere, non aderiscono alle associazioni datoriali stipulanti i contratti collettivi nazionali di lavoro. In tali aziende, infatti, che rappresentano la maggioranza nel settore produttivo italiano, l'applicazione nei singoli rapporti di lavoro dei minimi retributivi (e/o di pochi altri elementi) previsti dai contratti collettivi non può considerarsi di per sé sufficiente a configurare l'adesione di fatto ai contratti medesimi; ne deriva, quindi, che le stesse aziende non possono dirsi vincolate alle forme di previdenza complementare istituite dalla contrattazione nazionale.

Alla luce del quadro appena delineato va da sé che il fondo pensione aperto si configura come l'unico veicolo a disposizione, a livello aziendale, per po-

ter realizzare adesioni in forma collettiva. Non consentire l'utilizzo del predetto strumento implica, quindi, privare un significativo numero di lavoratori della possibilità di aderire alla previdenza complementare beneficiando dei vantaggi dell'adesione collettiva.

Tuttavia, l'obiettivo appena descritto non può prescindere dalla messa in opera di un sistema di *governance* maggiormente idoneo a rappresentare gli interessi dei lavoratori e delle imprese aderenti in forma collettiva.

E' quindi opportuno che si giunga, anche su base autoregolamentare, alla costituzione di Organismi di sorveglianza la cui composizione sia ispirata non solo a principi di pariteticità, come previsto dal dettato normativo, ma anche di maggiore rappresentatività delle collettività presenti, anche di minori dimensioni, ovvero che conferiscano flussi contributivi di minore entità.

Tutto ciò al fine di pervenire a un risultato finale che individui nel solo Organismo di sorveglianza l'organo al quale sono demandate funzioni di monitoraggio e controllo della gestione, con il conseguente venir meno dell'esigenza di assicurare la presenza di un Responsabile del fondo esterno e indipendente.

Peraltro, le esperienze maturate nel campo dei fondi pensione aperti, nel corso del primo anno di avvio della riforma del sistema di previdenza complementare, hanno dimostrato come l'indipendenza e l'estraneità alla struttura aziendale del Responsabile del fondo, unitamente alla presenza di un Organismo di sorveglianza anch'esso esterno, autonomo, indipendente e dotato dei medesimi compiti e attribuzioni, abbiano di fatto comportato un appesantimento delle strutture organizzative, nonché un incremento di costi non giustificati in termini di miglior tutela per gli aderenti.

E' per tale ragione che, là dove si sviluppi un mercato delle adesioni collettive ai fondi pensione aperti nei quali siano presenti Organismi di sorveglianza che, nel rispetto dei criteri di pariteticità e rappresentatività, diano adeguata rappresentanza agli interessi dei lavoratori e delle aziende aderenti su base collettiva, dovrebbe tendersi allo sviluppo di un modello di *governance* che veda la figura del Responsabile del fondo non più esterna, bensì ricondotta all'interno delle società istitutrici. Tutto ciò non già al fine di ridurre il grado di tutela degli aderenti, quanto piuttosto per incrementarlo attraverso la creazione di una figura di "raccordo" (per l'appunto il Responsabile) fra società istituttrice e Organo di

controllo, con conseguente riduzione dei costi e delle incombenze amministrative e gestionali.

Un altro fondamentale obiettivo è rappresentato dalla necessità di favorire la crescita di un sistema di previdenza complementare realmente concorrenziale. Questa finalità non può prescindere né dalla necessità di eliminare gli ostacoli che si frappongono alla piena portabilità dei flussi contributivi né dall'esigenza di assicurare che tutte le forme pensionistiche complementari si muovano su un terreno di gioco livellato (*level playing field*), in presenza di regole uniformi.

Nell'ambito del primo intento possono essere ricomprese le iniziative volte a garantire, in ogni caso, la prosecuzione della contribuzione datoriale, là dove il lavoratore si trasferisca volontariamente da un fondo pensione negoziale a un'altra forma pensionistica complementare. Con ciò non si vuole limitare l'autonomia delle fonti istitutive, bensì individuare apposite modalità e presidi in presenza dei quali il lavoratore non si veda preclusa la possibilità, qualora non sia soddisfatto dell'andamento del fondo pensione prescelto dalla propria collettività di riferimento, di trasferirsi verso una diversa forma pensionistica complementare.

Per ciò che concerne il secondo aspetto, invece, è necessario che, nel rispetto delle caratteristiche strutturali e delle peculiarità proprie di ciascuna forma pensionistica, il sistema regolamentare sia costituito da regole omogenee e risulti tale da ridurre al minimo gli elementi di disparità. È questo d'altronde uno dei principi cardine che ha ispirato la riforma del sistema di previdenza complementare e che giustifica, a tutt'oggi, la necessità di un'unica Autorità di vigilanza per il settore.

Non sembrano muoversi in questa direzione le disposizioni da ultimo emanate dalla COVIP al fine di disciplinare le modalità e le regole di condotta da osservare nell'offerta di prodotti di previdenza complementare. Appare di tutta evidenza, infatti, come il regime applicabile diverga non solo in relazione al tipo di prodotto offerto (fondo pensione negoziale, fondo pensione aperto e PIP) ma, anche nell'ambito della medesima categoria di prodotto (fondi pensione aperti), in virtù del generico rinvio operato alla normativa che disciplina la distribuzione dei prodotti finanziari o assicurativi in ciascun settore operativo di appartenenza.

È per ovviare a tali incongruenze che Assogestioni si è fatta promotrice della predisposizione di apposite linee guida, da sottoporre a validazione dell'Autorità di vigilanza, volte a delineare le *best practice* operative per l'offerta di prodotti di previdenza complementare.

Da ultimo, non può non richiamarsi l'attenzione sulla necessità di giungere, quanto prima, ad un nuovo quadro normativo di riferimento in tema di disciplina dei limiti agli investimenti e gestione dei conflitti di interessi nelle forme di previdenza complementare, nonché di disciplina fiscale applicabile.

Nell'osservanza dei criteri contenuti nella direttiva europea relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali, che trova i suoi capisaldi nel rispetto del principio della "persona prudente" e nella prevalenza di regole generali di tipo "qualitativo" più che quantitativo, il nuovo assetto dovrebbe fondarsi principalmente sull'adozione di modelli atti a individuare nuove modalità di misura e di controllo del rischio, maggiormente vicini agli *standard* europei, con ciò permettendo anche un ampliamento della gamma di prodotti e di strumenti finanziari nei quali consentire l'investimento.

Tuttavia, l'eventuale evoluzione da un modello incentrato su una concezione tradizionale di *benchmark* all'adozione di metodologie più specifiche di misurazione e di controllo del rischio, non può prescindere dal necessario adeguamento degli assetti organizzativi e dei modelli di *governance* adottati dalle forme pensionistiche. È necessario, pertanto, che gli organi di governo di ciascuna forma pensionistica siano adeguatamente responsabilizzati nella definizione, implementazione e verifica delle strutture di controllo del rischio; e ciò non solo nelle ipotesi di gestione diretta, ma anche in quelle di gestione cosiddetta convenzionata.

Per ciò che concerne, infine, l'attuale disciplina fiscale della previdenza complementare, sarebbe opportuno un intervento che, nella direzione auspicata dal legislatore comunitario (modello EET), tenda ad agevolare maggiormente la fase di accumulazione attraverso una progressiva riduzione, fino all'azzeramento, dell'aliquota di tassazione dei rendimenti finanziari.

Il quadro normativo e regolamentare della previdenza complementare dopo la riforma

Camilla Pellegrini

Il 2007 è stato un anno particolarmente ricco di cambiamenti nel settore della previdenza complementare: l'entrata in vigore anticipata, ad opera della legge Finanziaria per l'anno 2007, del d.lgs. 252/05 e l'avvio della riforma della previdenza complementare hanno comportato la modifica dell'assetto del sistema di previdenza complementare, anche a seguito degli interventi delle istituzioni competenti volti a completare la normativa di attuazione nel rispetto dei nuovi principi.

Gli interventi normativi e regolamentari sono stati orientati, in via principale, alla costruzione di un sistema in grado di garantire, nel rispetto delle caratteristiche proprie di ciascuna forma pensionistica (fondi pensione negoziali, fondi pensione aperti e PIP), regole omogenee agli operatori del settore, nell'ottica di sviluppare un sistema concorrenziale e consentire agli aderenti la comparabilità tra le diverse forme.

In questo senso, oltre alla possibilità già riconosciuta di adesione collettiva a fondi pensione aperti, il legislatore ha ammesso il conferimento del TFR maturando dal 1° gennaio 2007 e, per effetto della legge Finanziaria per l'anno 2008, del maturato a tale data, a tutte le forme pensionistiche complementari sia di tipo individuale che di tipo collettivo.

A ciò si aggiunga l'inclusione nel novero delle fonti istitutive per l'adesione collettiva alle forme pensionistiche anche dei cosiddetti accordi plurimi, ovvero sia quegli accordi aziendali la cui efficacia è limitata unicamente ai soggetti sottoscrittori. Detta previsione rappresenta un importante elemento di flessibilità e fa sì che il sistema di secondo pilastro possa ampliare il proprio bacino d'utenza, anche in quelle realtà, prevalenti nel tessuto produttivo italiano, caratterizzate da imprese di piccole o medie dimensioni e nelle quali non siano presenti rappresentanze sindacali.

Gli interventi regolamentari attuativi delle previsioni contenute nel Decreto di riforma hanno interessato, oltre alle disposizioni relative alle modalità di conferimento del TFR e alle procedure di adeguamento delle forme pensionistiche complementari, numerosi aspetti che risultano cruciali ai fini della creazione di un *level playing field* per gli operatori nazionali; tra questi, per evidenziarne alcuni, l'adozione degli schemi-tipo della documentazione d'offerta e contrattuale (regolamento, statuto e nota informativa), la disciplina degli annunci pubblicitari e le regole di trasparenza e correttezza nella redazione e diffusione dei messaggi promozionali, nonché le disposizioni concernenti le regole per l'offerta e le modalità di raccolta delle adesioni dei prodotti di previdenza complementare.

All'inizio del 2008, poi, nell'ottica di incrementare il grado di consapevolezza degli aderenti o potenziali tali circa la propria posizione di previdenza complementare e l'incidenza su di essa di eventuali scelte future, l'Autorità di vigilanza ha disciplinato il cosiddetto Progetto esemplificativo, uno strumento di stima a disposizione dei lavoratori per comprendere il possibile scenario evolutivo della propria posizione individuale e, conseguentemente, delle prestazioni spettanti al momento del pensionamento. Oltre a uno strumento *standard*, nel quale sono stimate le prestazioni pensionistiche in relazione a figure-tipo diversamente caratterizzate per età anagrafica e livello contributivo, agli aderenti è messo a disposizione, unitamente alla comunicazione periodica agli iscritti inviata annualmente dalle forme pensionistiche complementari, il progetto esemplificativo personalizzato, dove la stima della prima rata di rendita è effettuata sulla base delle informazioni proprie di ciascun aderente e sulle caratteristiche del piano pensionistico e, pertanto, rispecchia quanto più possibile la prestazione effettivamente percepita al momento del pensionamento. Inoltre, nei siti internet delle forme pensionistiche sono resi disponibili dei motori di calcolo, attraverso i quali i soggetti interessati possono operare simulazioni personalizzate modificando le ipotesi e i parametri utilizzati per l'elaborazione delle stime.

Anche le prime iniziative di autoregolamentazione sono state orientate allo sviluppo di un mercato efficiente, in grado di assicurare la libera circolazione dei lavoratori nel sistema di previdenza: nei primi mesi del 2008 Assogestioni, insieme alle altre associazioni rappresentative degli operatori del sistema di previdenza complementare, ha infatti formalizzato, alla presenza del Ministro del lavoro e dell'Autorità di vigilanza, l'adozione di linee guida in materia di trasferimenti tra forme pensionistiche, al fine di individuare regole standardizzate di comportamento nella gestione delle richieste da parte dei fondi pensione coin-

volti nell'operazione trasferimento e di assicurare agli aderenti l'ottimizzazione dei tempi e delle modalità di evasione delle richieste medesime.

A ogni buon conto, occorre rilevare che se il Decreto definisce regole uniformi per le forme pensionistiche di tipo collettivo e quelle di tipo individuale in tema di finanziamento, prestazioni e trasparenza, cionondimeno permangono tra le due tipologie differenze sostanziali oltre che in punto di modalità di adesione, anche nella struttura. In particolare, nelle forme ad adesione collettiva alla figura del responsabile del fondo, per il quale sono definiti rigorosi requisiti di professionalità e indipendenza, si aggiunge l'istituzione di un organismo di sorveglianza cui è demandato il controllo dell'amministrazione e della gestione del fondo nell'interesse degli aderenti e la cui composizione è ispirata ai principi di pariteticità e rappresentatività dei partecipanti (lavoratori e imprese) contribuenti al fondo. Assogestioni intende porre particolare attenzione e approfondire le disposizioni che regolano la composizione e il funzionamento di tale organismo, in considerazione dell'impatto sui modelli di amministrazione e controllo e delle possibili duplicazioni in termini di presidi garantiti e di mansioni attribuite.

Il processo di armonizzazione e di definizione del quadro regolamentare di riferimento non può, tuttavia, dirsi completato: in particolare, non hanno ancora trovato emanazione le disposizioni concernenti i limiti agli investimenti e i conflitti di interessi, attualmente contenute nel decreto 703/1996, il cui processo di revisione è stato avviato nel corso del 2007. A tale proposito non può non rilevarsi come l'evoluzione dei mercati finanziari, l'incremento dei flussi contributivi alla previdenza complementare e l'ampliamento delle scelte di investimento riconosciute agli aderenti, per il tramite dei fondi multicomparto, rendano obsoleta la vigente disciplina (ormai decennale) e richiedano una necessaria e subitanea riforma in materia.

Infine, si segnala che a partire dal 2007 sono stati intrapresi i lavori per il recepimento e l'attuazione nell'ordinamento nazionale della direttiva europea sull'attività e la supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali. La direttiva, che rappresenta un primo passo verso la creazione di un mercato unico europeo della previdenza di secondo pilastro e l'attività transfrontaliera dei fondi pensione, contiene altresì disposizioni in materia di investimenti dei fondi pensione ispirate al principio della persona prudente, integra i presidi di trasparenza delle forme pensionistiche nei confronti degli aderenti e prevede

che i fondi pensione che offrano garanzie di rendimento, ovvero erogino direttamente le rendite, si dotino di adeguati mezzi patrimoniali a copertura. A tale proposito occorre evidenziare come il processo di attuazione non sia ancora compiuto; devono infatti trovare disciplina l'informativa agli aderenti e ai beneficiari, i contenuti e le modalità di redazione del documento concernente gli obiettivi e la politica di investimento, i principi per la determinazione dei requisiti patrimoniali dei fondi pensione, nonché le procedure per il riconoscimento degli enti pensionistici che operano su base transfrontaliera.

In ambito europeo Assogestioni partecipa ai lavori dell'EFAMA, l'associazione europea dei fondi e dell'*asset management*, del gruppo di lavoro sull'attività e la supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali costituito al suo interno e dell'EFRP, la federazione europea degli operatori di previdenza complementare, per la revisione della direttiva nonché per la costituzione di veicoli paneuropei e per la definizione di regole uniformi in tema di contabilità e di adeguatezza dei requisiti patrimoniali degli enti pensionistici.

Aspetti fiscali della previdenza complementare

Serena Fanali

Il regime fiscale dei fondi pensione

Il legislatore del d.lgs. n. 252 del 2005 ha scelto di agevolare fortemente la fase finale di erogazione delle prestazioni, mantenendo l'attuale disciplina di tassazione dei rendimenti finanziari nella fase di accumulazione.

In particolare, sui rendimenti finanziari prodotti dal fondo pensione è prevista l'applicazione di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi, nella misura dell'11% sul risultato netto di gestione maturato in ciascun periodo d'imposta. Il risultato netto di gestione è dato dalla differenza tra il valore del patrimonio netto rilevato da apposito prospetto relativo all'ultimo giorno dell'anno solare (aumentato dell'imposta sostitutiva accantonata, delle erogazioni effettuate per il pagamento dei riscatti, delle prestazioni previdenziali e delle somme trasferite ad altre forme pensionistiche) e il valore del patrimonio all'inizio dell'anno (aumentato dei contributi versati, delle somme ricevute da altre forme pensionistiche nonché dei redditi soggetti a ritenuta e dei redditi esenti o comunque non soggetti ad imposta). Concorrono altresì a formare il risultato di gestione, se percepiti o iscritti nel rendiconto del fondo pensione, i proventi derivanti da quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio assoggettati ad imposta sostitutiva, sui quali spetta un credito d'imposta nella misura del 15%.

Al fine di consentire l'effettiva tassazione del risultato netto di gestione, il fondo è considerato soggetto "*lordista*" e, pertanto, percepisce i redditi di capitale al lordo delle ritenute e delle imposte sostitutive applicabili, tranne talune eccezioni. In particolare, la deroga al regime delle ritenute alla fonte non opera per i redditi di capitale, per i quali è stabilita un'aliquota di tassazione superiore (27%) a quella fissata per l'imposta sostitutiva sul risultato della gestione nonché per i proventi assoggettati alla ritenuta alla fonte in modo indifferenziato da parte dell'emittente. Tali redditi non concorrono a

formare il risultato di gestione da assoggettare ad imposta sostitutiva, in quanto già tassati con ritenuta a titolo d'imposta. L'imposta sostitutiva che risulta dovuta dal fondo deve essere versata all'Erario entro il 16 febbraio di ciascun anno.

Se, al termine del periodo d'imposta, il risultato di gestione maturato è negativo, tale risultato è computato, senza limiti temporali, in diminuzione del risultato della gestione dei periodi d'imposta successivi per l'intero importo che trova in essi capienza. Qualora il fondo gestisca più linee di investimento, il risultato negativo può essere utilizzato, in tutto o in parte, in diminuzione del risultato di gestione di altre linee dallo stesso gestite, a decorrere dal medesimo periodo d'imposta in cui è maturato il risultato negativo. A tal fine, il fondo preleva le somme dalla linea con debito d'imposta e le accredita alla linea che ha maturato un risultato negativo.

Nel caso di scioglimento del fondo e di trasferimento della posizione individuale ad altra forma pensionistica, individuale o collettiva, il fondo destinatario della posizione può portare il risultato negativo in diminuzione del risultato netto maturato nei periodi d'imposta successivi. Il valore della quota di partecipazione dell'aderente è determinata tenendo conto anche del "credito d'imposta", corrispondente all'11% del valore complessivo dei risultati negativi.

Sono infine esenti da imposta i trasferimenti delle posizioni individuali operati in favore di forme pensionistiche disciplinate dal decreto legislativo n. 252 del 2005, nonché i trasferimenti tra forme pensionistiche.

Regime tributario dei contributi

Il decreto legislativo n. 252 del 2005 ha previsto, con decorrenza dal 1° gennaio 2007, un solo limite in valore assoluto alla deducibilità dei contributi previdenziali. In particolare, le somme versate dal lavoratore e dal datore di lavoro o committente alle forme pensionistiche, collettive e individuali, sia volontariamente sia in base a contratti o accordi collettivi (anche aziendali) sono deducibili dal reddito complessivo dell'iscritto per un importo non superiore a 5.164,57 euro.

Fermo restando il limite di deducibilità, per i contributi versati nell'interesse

delle persone fiscalmente a carico la deduzione spetta, per l'ammontare non dedotto dall'aderente, al soggetto cui questi è a carico.

La normativa ha esteso tale regime anche ai contributi versati alle forme pensionistiche complementari istituite negli Stati membri dell'Unione europea e negli Stati aderenti all'accordo sullo Spazio Economico Europeo, di cui all'apposita lista.

Un regime di favore è stato previsto per i lavoratori di prima occupazione successiva al 1° gennaio 2007, i quali possono dedurre, nei venti anni successivi al quinto anno di partecipazione alle forme pensionistiche complementari, somme eccedenti il limite di 5.164,57 euro per un importo pari alla differenza positiva tra 25.822,85 euro e i contributi effettivamente versati dal lavoratore e dal datore di lavoro nei primi cinque anni di partecipazione alle predette forme. In ogni caso, tale importo non può superare i 2.582,29 euro annui. In buona sostanza tale disposizione consente, ai predetti lavoratori che nei primi cinque anni di partecipazione abbiano effettuato versamenti in misura inferiore al limite di deducibilità di 5.164,57 euro, di poter fruire nei venti anni successivi del plafond non goduto.

L'aderente può comunicare al fondo l'importo dei contributi che non sono stati o non saranno dedotti in sede di dichiarazione dei redditi, entro il 31 dicembre dell'anno successivo a quello in cui è stato effettuato il versamento, ovvero se antecedente entro la data in cui matura il diritto alla prestazione. Tale comunicazione consente di scomputare i contributi non dedotti dalla base imponibile in sede di tassazione delle prestazioni definitive.

Regime tributario delle prestazioni pensionistiche

Le prestazioni pensionistiche, in qualunque forma erogate, costituiscono redditi assimilati a quelli di lavoro dipendente ai sensi dell'art. 50, comma 2, lett. h-bis), del TUIR.

Per quanto concerne il regime fiscale applicabile, il decreto legislativo n. 252 del 2005 ha previsto che le prestazioni pensionistiche, erogate sia in rendita che in capitale, siano assoggettate alla ritenuta a titolo di imposta con l'aliquota del 15%, ridotta di una quota pari allo 0,30% per ogni anno eccedente il quindicesimo di partecipazione a forme pensionistiche complementari. In ogni

caso, la riduzione non può eccedere i 6 punti percentuali. Ai fini della riduzione dell'aliquota sono presi in considerazione i periodi di iscrizione alle forme pensionistiche per i quali non è stato esercitato il riscatto totale della posizione.

La normativa ha pertanto unificato il regime di tassazione delle prestazioni pensionistiche, in qualunque forma erogate, prevedendo l'applicazione a titolo definitivo della predetta ritenuta.

La base imponibile è costituita dall'ammontare complessivo della prestazione pensionistica, erogata in rendita o in capitale, al netto dei redditi di natura finanziaria già assoggettati a imposta sostitutiva dell'11% in capo al fondo, nonché dei contributi non dedotti. Con specifico riferimento alle prestazioni in forma periodica, non concorrono a formare la base imponibile anche i rendimenti conseguiti successivamente alla maturazione del diritto all'erogazione della rendita (di cui all'art. 44, comma 1, lett. g-*quinquies*), del TUIR), che scontano l'imposta sostitutiva nella misura del 12,50%.

La ritenuta è applicata dal fondo pensione nel caso di prestazione in capitale e dal soggetto erogante nel caso di prestazione in rendita.

Tale regime riguarda anche le prestazioni pensionistiche erogate a titolo di riscatto e di anticipazione, salvo talune eccezioni. In particolare, per le anticipazioni richieste per l'acquisto o la ristrutturazione della prima casa di abitazione per l'iscritto o per i figli, ovvero per ulteriori esigenze dell'aderente, nonché per i riscatti erogati per cause diverse da inoccupazione, mobilità, cassa integrazione guadagni ordinaria o straordinaria, invalidità permanente ovvero morte dell'aderente, è prevista l'applicazione di una ritenuta a titolo d'imposta nella misura fissa del 23%.



Dolomiti orientali, Austria
Scalatore *free climber*

LA REGOLAMENTAZIONE DEGLI HEDGE FUNDS IN EUROPA E IN ITALIA: EVOLUZIONI NORMATIVE E PROSPETTIVE DI SVILUPPO

La regolamentazione degli *hedge funds* in Europa e in Italia: evoluzioni normative e prospettive di sviluppo

Roberta D'Apice e Chiara Petronzio

Gli hedge funds in Italia

I fondi speculativi sono stati introdotti in Italia con decreto del Ministero del Tesoro n. 228, del 24 maggio 1999 (da ultimo modificato con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze n. 47, del 31 gennaio 2003; in particolare, cfr. art. 16 del citato D.M.). Questi fondi si caratterizzano, sotto il profilo strutturale, per essere sottoposti alla disciplina generale in materia di fondi comuni d'investimento e, dal punto di vista operativo, per l'ampia autonomia a loro riconosciuta, in virtù della quale possono definire liberamente oggetto e politica di investimento nonché le forme di partecipazione al fondo.

A fronte di questa estrema libertà, i fondi speculativi sono attualmente sottoposti ad alcuni vincoli. I soggetti che partecipano a ciascun fondo speculativo non possono infatti superare le 200 unità, l'importo minimo della quota iniziale di sottoscrizione non può essere inferiore a 500.000 euro e le quote del fondo, che non possono essere frazionate in nessun caso, non possono costituire oggetto di sollecitazione all'investimento.

L'evoluzione normativa che ha interessato i fondi speculativi a livello nazionale negli ultimi anni, anche a seguito di specifiche richieste manifestate dall'industria, ha determinato alcuni significativi cambiamenti nella disciplina di questi prodotti.

La Banca d'Italia, con provvedimento del 21 giugno 2007, ha in particolare eliminato l'obbligo di esclusività dell'oggetto sociale per le SGR che istituiscono e gestiscono fondi speculativi. Il medesimo provvedimento ha inoltre introdotto la possibilità di ridurre i tempi di immissione di nuovi prodotti sul mercato, consentendo ai fondi speculativi – a determinate condizioni – di redigere regolamenti di gestione soggetti ad approvazione in via generale.

Circa l'investimento in quote di fondi speculativi, sono state introdotte sia dalla Banca d'Italia sia dall'Isvap: la Banca d'Italia ha riconosciuto la possibilità per i fondi aperti non armonizzati e per i fondi riservati di investire in quote di fondi speculativi; l'ISVAP ha concesso alle imprese di assicurazione (ramo vita e non) di investire in fondi speculativi le riserve tecniche. In entrambi i casi le Autorità di vigilanza hanno tuttavia subordinato l'investimento in detti fondi al rispetto di limiti quantitativi e qualitativi dalle stesse individuati.

L'evoluzione della disciplina sugli *hedge funds* a livello europeo

Negli ultimi anni diversi Stati membri dell'Unione Europea hanno introdotto nei propri ordinamenti una disciplina specifica in tema di *hedge funds*, consapevole della sempre maggiore rilevanza che questo genere di prodotto riveste nei portafogli degli investitori.

Queste iniziative hanno contribuito a determinare una crescente attenzione per questa tipologia di fondi anche da parte delle istituzioni europee. In particolare, si riscontra un incremento di consultazioni e dibattiti a livello comunitario, volti a individuare le misure idonee ad agevolare lo sviluppo degli *hedge funds*, anche su base transfrontaliera, tenuto conto delle diversità esistenti tra le discipline dei singoli Stati membri.

In proposito, tra gli interventi di maggior rilievo si segnala il Libro Bianco della Commissione Europea sul rafforzamento del quadro normativo del mercato unico relativo ai fondi d'investimento (del 15 novembre 2006), che è stato elaborato dopo una lunga serie di lavori e tenendo conto della relazione del Gruppo di esperti sugli investimenti alternativi, redatta in attuazione del Libro Verde del 2005.

Il Libro Bianco non ha tuttavia accolto la raccomandazione del Gruppo di esperti secondo la quale sarebbe stato opportuno consentire il mutuo riconoscimento degli *hedge funds* come prodotti commercializzabili presso gli investitori *retail* in tutto il mercato europeo, sulla base della conformità dei distributori di tali prodotti alle regole della MIFID. Allo stesso modo, non è stato approvato il suggerimento del Gruppo di creare una disciplina uniforme dei servizi di supporto (depositario, *prime broker*, ecc.) degli *hedge funds*, funzionale al reciproco

riconoscimento di tali fondi nazionali destinati ad investitori *retail*. Piuttosto, il Libro Bianco si è soffermato sui temi dell'istituzione di un quadro normativo di mercato unico per i fondi al dettaglio non armonizzati e del *private placement*.

Per ciò che concerne il primo tema, dovrebbe essere in via di conclusione il monitoraggio del mercato dei fondi di fondi *hedge* destinati agli investitori *retail*. A breve, infatti, è attesa una relazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo sulla necessità e le possibili opzioni di sviluppo di un quadro normativo di mercato unico per questi fondi, comprendente la disamina dei probabili costi, benefici e rischi di tale scelta nonché l'analisi dell'attitudine dei prodotti in questione ad essere commercializzati in via transfrontaliera.

Quanto al tema del *private placement*, il Libro Bianco ha proposto un riesame delle norme nazionali in materia di collocamento di strumenti finanziari, compresi taluni fondi, presso investitori qualificati, nonché un'analisi delle opzioni per creare un regime comune europeo per il collocamento privato (c.d. *private placement*). Tali lavori hanno condotto nell'aprile del 2007 alla pubblicazione di una *Call for evidence* destinata alla pubblica consultazione. Alla luce delle osservazioni pervenute al riguardo nel settembre del 2007, la Commissione Europea ha rilevato, pur sussistendo un interesse generale sul tema, la necessità di effettuare ulteriori approfondimenti. Le opinioni emerse a seguito della *call for evidence* indicano comunque l'opportunità di individuare regole comuni, finalizzate soprattutto a consentire un *private placement* transfrontaliero, che non dovrebbe sostituirsi alle norme né alle prassi esistenti nei singoli Stati membri in materia, specialmente utile per i fondi aperti non armonizzati (compresi quindi gli *hedge funds*).

Altre iniziative a livello comunitario sono state il documento di consultazione del CESR (*Committee of European Securities Regulators*) relativo alla possibilità per i fondi armonizzati di investire in strumenti derivati aventi come sottostanti *hedge funds* e il documento di consultazione dello IOSCO, sulla valutazione del patrimonio degli *hedge funds*.

Da ultimo occorre altresì segnalare lo studio pubblicato il 12 febbraio 2008 dalla CE, concernente "I fondi comuni di investimento nell'Unione Europea: un'analisi comparativa dei poteri di investimento, dei rendimenti e dei profili di rischio di fondi sia UCITS, sia non armonizzati", che costituirà la base per una prossima comunicazione della Commissione sui fondi non armonizzati, attesa per il mese

di ottobre 2008. Lo studio mostra una sostanziale convergenza di fondi armonizzati e non, specie alla luce delle ampliate possibilità di investimento dei primi a seguito dell'attuazione della c.d. UCITS III (direttiva 85/611/CE come modificata dalle direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE).

L'evoluzione della disciplina in materia di *hedge funds* negli Stati membri dell'UE

Nel contesto comunitario, le proposte più significative per un'evoluzione della disciplina in materia di *hedge funds* si riscontrano in UK, dove la *Financial Services Authority* (FSA) ha pubblicato nel marzo del 2007 un documento di consultazione riguardante l'introduzione di fondi di fondi alternativi destinati ad investitori *retail*, tra i quali anche fondi di fondi *hedge*. In sintesi, tale proposta intenderebbe ricondurre i suddetti fondi di fondi *hedge* nell'ambito dei fondi non armonizzati, apportando alcune modifiche alla regolamentazione di tale ultima tipologia di fondi. Si tratterebbe in particolare di innalzare i limiti di investimento propri dei fondi non armonizzati, applicare ad essi alcune delle regole dettate per i fondi riservati ad investitori qualificati e creare un efficace sistema di *due diligence* nella selezione degli investimenti per i relativi gestori.

La proposta della FSA è ancora in corso di definizione: è stato pubblicato nel febbraio del 2008 un ulteriore documento di consultazione per approfondire alcuni aspetti della disciplina in questione.

Anche in Italia sono in discussione proposte di modifica alla disciplina dei fondi speculativi di diritto italiano.

Il Rapporto "*Fondi comuni italiani: situazione attuale e possibili linee di intervento*", curato dal Gruppo di lavoro promosso dalla Banca d'Italia, con la partecipazione di rappresentanti del Ministero dell'economia e delle finanze, della CONSOB e dell'industria, suggerisce - al fine di garantire ai fondi speculativi italiani il mantenimento, a livello europeo, di quel vantaggio competitivo di cui hanno goduto al momento della loro nascita - i seguenti interventi normativi:

- per quanto attiene ai fondi a "gestore unico", l'eliminazione del numero massimo di partecipanti al fondo (attualmente pari a 200 unità) e la riduzione della soglia di investimento minima, da 500 a 250 mila euro;
- per quanto attiene ai fondi di fondi, oltre all'eliminazione del numero massimo

di partecipanti, la previsione che, ove investano almeno il 90 per cento delle loro attività in altri fondi e rispettino determinate norme prudenziali (limiti di frazionamento del rischio e di leva finanziaria, requisiti riferiti alla periodicità del calcolo del NAV e della rimborsabilità delle quote dei fondi target) abbiano un limite minimo di investimento pari a 25 mila euro e possano essere oggetto di sollecitazione all'investimento. I fondi che non rispettino tali limitazioni verrebbero assimilati ai fondi speculativi a "gestore unico";

- la ridenominazione della categoria, da "fondi speculativi" a "fondi alternativi".

Entries/Entrées

TSAS

Departures/Sorties

Entries/Entrées

TSAS

Departures/Sorties

CONSULATE GENERAL OF THE ARAB REPUBLIC OF EGYPT

LONDON

Visa No:

Type of Visa: TOURIST

Good for ONE journey

Duration of stay is THREE MONTHS

from date of arrival

Validity SIX MONTHS from date of issue provided passport remains valid.

Fees Received:

Date: 9 MAR 2002

Consul General

USA EMBASSY WASHINGTON DC
25 DEC 2001

DIRECTION NATIONALE DES PASSAPORTS
12 ENE 2002

ARRIVAL
088
A.R.E. EGYPT
LONDON



IMMIGRATION OFFICER
(1075)
15 MAR 2002
HEATHROW (1)

DEPARTURE
019
A.R.E. EGYPT

IL FUND PROCESSING PASSPORT E LA TRASPARENZA DELLE OPERAZIONI

Il *Fund processing passport* e la trasparenza delle operazioni

Alessandro Rota e Daniela Sanguigni

Un nuovo standard europeo per incentivare l'efficienza operativa degli intermediari: esigenze e soluzioni

Nel corso del 2003 l'EFAMA (European Fund and Asset Management Association) ha costituito un gruppo di lavoro - il **Fund Processing Standardization Group (FPSG)** – con l'obiettivo di individuare soluzioni condivise a livello comunitario atte a migliorare l'efficienza delle transazioni *cross border* in quote di fondi. Tra i suoi membri figurano esperti provenienti dai principali paesi europei, in rappresentanza dei diversi operatori coinvolti nel processo di gestione e distribuzione dei fondi comuni.

L'industria europea dei fondi ha iniziato a interessarsi al tema della standardizzazione dei processi operativi in seguito alla diffusione dei rapporti "**Bridging the funds divide**" (Promethée) e "**Towards a Single European Market in Asset Management**" (ZEW - Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH), rispettivamente nel luglio del 2002 e nel maggio del 2003.

Le due ricerche, analizzando le procedure di *back office* adottate nel settore dei fondi in Europa, individuavano la causa dei costi elevati e delle inefficienze nella mancanza di un'adeguata interconnessione tra gli operatori coinvolti nei processi.

Gli studi mostravano che molti processi (ad esempio quelli di sottoscrizione, rimborso, switch) erano gestiti:

- in modo **frammentato** (ovvero con standard di comunicazione diversi: ad esempio ISO, FIX, proprietari, ecc.);
- **manualmente** (ad esempio con la trasmissione di ordini via fax, la trascrizione di dati, ecc.);
- attraverso **più canali distributivi** e **diverse pratiche di mercato** (con conseguenti difformità delle date di valutazione, del numero di decimali utilizzati per la valorizzazione delle quote, ecc.).

Tutto ciò espose ed espone tuttora gli attori del mercato a inefficienze in termini di costi elevati e aumento dei rischi operativi, limitando lo sviluppo dei flussi *cross border*.

L'EFAMA, con l'intento di eliminare queste inefficienze e promuovere lo sviluppo di **standard** per il settore, si è incaricata di guidare il cambiamento e, tramite l'FPSG, nel febbraio del 2005 ha diffuso una serie di **raccomandazioni** alla comunità finanziaria in tema di "Order and Settlement" (cfr. riquadro 1) che, se rispettate, dovrebbero assicurare la riduzione e/o l'eliminazione delle inefficienze presenti nell'attuale sistema.

Tra queste raccomandazioni, distinte in base alle diverse fasi del *fund processing* (*general, pre trade, accounting, trade, post trade e settlement*), rivestono particolare importanza quelle che invitano all'utilizzo di:

- un **codice univoco** (BIC - Bank Identifier Code) per gli attori del processo (SGR, banche depositarie, banche corrispondenti, transfer agents, ecc.);
- **codici ISIN** a livello di singola classe per i fondi;
- **standard di comunicazione aperti**, sul modello ISO 20022;
- un **Fund Processing Passport** per ciascun fondo, a livello di classe.

Riquadro 1 Sintesi delle raccomandazioni chiave in tema di "Order and Settlement"

Electronic order processing

General recommendations

- Fund management companies should summarize key information relating to their funds in a "Fund Processing Passport" in order to facilitate their trading.
- Use of universally recognized unique identifiers
- Identifiers for financial institutions: BIC/BEI code for the time being and IBEI in due course
- Identifiers for funds: ISIN codes at the lowest level (eg. Share class)

Use of international open market standards

- ISO 20022: the single European standard for funds messaging
- Other existing standards should converge towards ISO 20022
- Proprietary message standards should be avoided

Account opening and referencing

- Adoption of a standard data set for account opening information
- Account type (Private, legal entity, EU residual entity)
- Beneficial owner (Title, First name/legal entity name, Surname(s), Female/Male/Company, Date of birth, Citizenship, Place of birth, Personal ID card number/passport number, Country of issue, Tax ID number, etc ...)
- EU Savings Directive Options
- Bank Account Information for Outgoing Payments

Order acknowledgement and confirmation

- Deals should be acknowledged or rejected by the fund-side institution as soon as possible after receipt
- Client-side institutions should identify any discrepancies in the acknowledgement as soon as possible after receipt
- Confirmations should be issued no later than overnight following pricing of the order
- Details of any associated foreign exchange transaction should be included within the confirmation message

Settlement

- Settlement should occur on a predetermined date
- Settlement for both sales and redemptions should be made electronically between client-side and fund-side institutions or effected via a CSD/ICSD
- Payments should include reference to the order(s) to which they relate

Tra queste raccomandazioni, quelle percepite come **più importanti** da parte degli operatori del settore sono nell'ordine:

- l'utilizzo del **Fund Processing Passport (FPP)**;
- l'**imputazione elettronica degli ordini**;
- l'utilizzo di identificatori unici per gli intermediari;
- l'utilizzo di **ISIN** per i fondi;
- l'utilizzo di **standard di mercato aperti** nei messaggi elettronici.

Il **Fund Processing Passport**, pertanto, si inserisce a pieno titolo tra gli strumenti ritenuti più utili allo scopo di migliorare l'efficienza operativa degli intermediari.

Il ruolo dell'FPP nella minimizzazione degli errori operativi

Il **Fund Processing Passport (FPP)**, predisposto dal FPSG, è un documento che ri-

assume per ogni fondo tutte le informazioni operative utilizzate dai diversi soggetti coinvolti nel processo di collocamento/distribuzione (ad esempio società di gestione del risparmio, distributori, *transfer agents*, banche corrispondenti, ecc.) per la trasmissione di ordini relativi a quote di fondi (sottoscrizione, rimborso, switch, ecc.)

L’FPP non deve essere confuso con il “*simplified prospectus*” della direttiva UCITS, né si deve pensare che in esso siano contenute informazioni di carattere commerciale. Questo strumento contiene invece un set di informazioni di base necessarie per facilitare il processo di esecuzione delle operazioni di sottoscrizione, rimborso e switch di quote di fondi.

Tra queste rientrano **dati in merito al fondo** (ad esempio indicazioni sulla denominazione del comparto/classe, le nazioni estere in cui è collocato, la modalità di trattamento dei dividendi, la presenza o meno di certificati fisici, la modalità di sottoscrizione e di rimborso, l’ammontare minimo di sottoscrizione o di rimborso, il *cut-off time*, la trasferibilità delle quote, la frequenza di valutazione, la valuta di denominazione, i dettagli di regolamento, i costi a carico del sottoscrittore, ecc.) e **informazioni relative alla società di gestione e al principale distributore** (ad esempio ragione sociale e recapiti).

Fund Processing Passport (FPP) (*)

Information required	Mandatory/ Optional (**)
ISIN Code	M
Name of fund including class	M
Name of umbrella	O
Date of last revision to the Fund Processing Passport	M
Country specific information available in FPP annexes for the following countries	M
Countries where the fund is registered for distribution	M
Name of main Fund Order Desk	M
Address of main Fund Order Desk	M
Telephone of main Fund Order Desk	M
Fax of main Fund Order Desk	M
E-mail of main Fund Order Desk	M
BIC of main Fund Order Desk	M
Name of Fund Management Company	M
Address of Fund Management Company	M
Telephone of Fund Management Company	M
Fax of Fund Management Company	M
E-mail of Fund Management Company	M

Website of Fund Management Company	M
BIC of Fund Management Company	M
Physical bearer (yes / no)	M
Dematerialized bearer (yes / no)	M
Physical registered (yes / no)	M
Dematerialized registered (yes / no)	M
Income accumulation (yes / no)	M
Cash distribution (yes / no)	M
Distribution with reinvestment (yes / no)	M
Dividend frequency	M
Reinvestment frequency	O
Application required for the initial investment of the client through the main Fund Order Desk (yes / no)	M
Application required for each subsequent investment of the client through the main Fund Order Desk (yes / no)	M
Original signature for the initial investment through the main Fund Order Desk (yes / no)	M
Original signature for each subsequent investment through the main Fund Order Desk (yes / no)	M
Redemption form required through the main Fund Order Desk (yes / no)	M
Original signature for redemption through the main Fund Order Desk (yes / no)	M
Holding transferable (yes / no / refer to Fund Order Desk)	M
Dealing frequency for subscriptions (daily, two-weekly, bi-monthly, quarterly, other or closed)	M
Description of dealing frequency for subscriptions	M
Subscription period for "limited issue" funds	O
Dealing frequency for redemptions (daily, two-weekly, bi-monthly, quarterly, other)	M
Description of dealing frequency for redemptions	M
Redemption period for "limited redemption" funds	O
Valuation frequency (daily, two-weekly, bi-monthly, quarterly, other)	M
Description of valuation frequency	M
Number of decimals for units/shares	M
Number of decimals for prices	M
Dual pricing (Y, or N for single pricing)	M
Historic or forward pricing	M
Base currency	M
Price publication currencies	M
Subscription & redemption currencies - main Fund Order Desk	M
Subscription amount in value - main Fund Order Desk (yes / no)	M
Subscription amount in units/shares - main Fund Order Desk (yes / no)	M
Redemption amount in value - main Fund Order Desk (yes / no)	M
Redemption amount in units/shares - main Fund Order Desk (yes / no)	M
Initial subscription minimum value	O
Initial subscription minimum units/shares	O
Subsequent subscription minimum value	O
Subsequent subscription minimum units/shares	O

Maximum redemption value	O
Maximum redemption units/shares	O
Other redemption restrictions	O
Minimum holding value	O
Minimum holding of units/shares	O
Minimum holding period	O
Dealing cut-off time for subscriptions for main Fund Order Desk	M
Dealing cut-off time for redemptions for main Fund Order Desk	M
Settlement cycle for subscriptions	M
Settlement cycle for redemptions	M
Settlement details for main Fund Order Desk #1 (Currency BIC Account_type Account_number)	M
Settlement details for main Fund Order Desk #2 (Currency BIC Account_type Account_number)	O
Settlement details for main Fund Order Desk #3 (Currency BIC Account_type Account_number)	O
Settlement details for main Fund Order Desk #4 (Currency BIC Account_type Account_number)	O
Settlement details for main Fund Order Desk #5 (Currency BIC Account_type Account_number)	O
Front-end load (yes / no)	M
Back-end load (yes / no)	M
Switching fee (yes / no)	M
Subject to the EU Saving Directive (yes / no / variable)	M

(*) One FPP should be prepared for each class of unit/share (for which an individual ISIN should have been allocated), in respect of its "home" market.

(**) Mandatory items are ones that must include the specified information. Optional items are those where "Not applicable" may be a valid entry.

FPP Release 1 (January 2007)

La possibilità di utilizzare uno strumento come l’FPP è considerata di vitale importanza per la realizzazione dello *Straight Through Processing* (STP) e per la **minimizzazione degli errori operativi**, in quanto elimina la ridigitazione e la reinterpretazione dei dati, mettendo tempestivamente a disposizione degli operatori informazioni chiave standardizzate: un’equazione vincente per investitori, intermediari, gestori e *service provider*.

EFAMA, Assogestioni e l’implementazione in Italia dell’FPP

Nel corso del 2007 il Fund Processing Standardization Group dell’EFAMA ha rilasciato la versione dell’FPP attualmente in uso.

A partire dallo scorso anno **8 countries sponsors** - Austria, Danimarca, Francia, Germania, Italia, Lussemburgo, Regno Unito e Svizzera - hanno

dunque iniziato a studiare modalità specifiche, adatte al proprio contesto legislativo e operativo, per implementare l’FPP in ambito nazionale.

La maggior parte delle associazioni di questi Paesi hanno aperto, all’interno dei propri siti web, una **sezione dedicata** per raccogliere gli FPP; altre hanno previsto di concludere accordi con dei **provider di dati**, per creare un database centralizzato che consenta ai gestori di caricare i propri FPP, garantendone nello stesso tempo l’accesso ai distributori. L’EFAMA, a questo proposito, auspica che nel futuro si sviluppi un unico punto di accesso agli FPP dei fondi europei, al fine di semplificarne la ricerca e realizzare economie di scala.

Nell’attesa che si giunga a individuare un depositario unico degli FPP dei fondi distribuiti in Europa, i Fund Processing Passport dei fondi di diritto italiano e di alcuni fondi di diritto estero collocati in Italia sono disponibili sul sito di Assogestioni (www.assogestioni.it, previa registrazione al sito), compilati e aggiornati dalle stesse SGR.

Per i fondi di diritto estero, invece, sono riportati i link ai *countries sponsors* locali presso i quali è possibile ottenere informazioni più dettagliate circa lo stato di implementazione nei rispettivi Paesi.



Bangkok, Thailandia
Veduta aerea

FONDI IMMOBILIARI: CON IL MATTONE GLI INVESTITORI SFUGGONO ALLA CRISI

Fondi immobiliari: la struttura del prodotto

Lorenzo Falchetti

A seguito dell'introduzione dei fondi immobiliari, avvenuta in Italia nel 1994, si sono susseguiti una serie di interventi normativi volti ad agevolare, in misura sempre maggiore, la diffusione di questo veicolo di investimento collettivo, che sin dalle origini ha manifestato grandi possibilità di crescita.

Il nostro intento, in questa sede, è quello di indicare alcune peculiarità strutturali proprie di questi fondi, evidenziando in particolare l'introduzione dei fondi cosiddetti semichiusi, dei fondi ad apporto (pubblico e privato) e di alcuni elementi caratterizzanti la *governance* di questa tipologia di prodotti.

In origine, i fondi immobiliari venivano istituiti in forma chiusa (art. 12-bis, comma 1 del D.M. 228/1999) e quindi il diritto al rimborso delle quote era riconosciuto ai partecipanti solo a scadenze predeterminate. In tale modello, non veniva consentito agli investitori di essere rimborsati prima delle scadenze indicate nel regolamento, salvo cessione delle quote sul mercato, qualora il fondo fosse quotato; in ogni caso, nel corso della vita del fondo veniva prevista la possibilità di procedere a rimborsi parziali pro-quota a fronte di disinvestimenti.

Con la successiva emanazione del D.M. 47/2003 sono stati istituiti i **fondi semichiusi**, che costituiscono una novità rilevante in tema di modalità di partecipazione, poiché creano un sistema che supera il concetto tradizionale di fondo chiuso. Questi prodotti possono infatti raccogliere il patrimonio attraverso più emissioni di quote (con una o più riaperture delle sottoscrizioni, non prima che sia stato effettuato il richiamo di tutti gli impegni relativi alle emissioni precedenti), procedere con i rimborsi anticipati secondo la tempistica prevista nel Regolamento del fondo, ovvero combinare i due flussi di raccolta e rimborsi, creando delle vere e proprie "finestre" di entrata e uscita dal fondo. Pertanto, nel caso in cui il regolamento preveda la raccolta del patrimonio mediante più emissioni di quote e nel contempo riconosca la possibilità ai propri partecipanti di dismettere le proprie quote prima del termine di durata del fondo, i rimborsi

anticipati potranno aver luogo solo in coincidenza e con la stessa frequenza delle nuove emissioni.

In tal modo, attraverso i fondi semichiusi è stata conferita una maggiore flessibilità a questo strumento finanziario, consentendo agli investitori di compiere delle operazioni che possono essere diluite nel tempo; nel contempo, viene introdotta una forma di riscatto delle quote, alternativa alla negoziazione sul mercato regolamentato tipica dei fondi chiusi, che favorisce la sottoscrizione da parte degli investitori *retail*.

In relazione alle modalità di costituzione di un fondo immobiliare, oltre ai fondi a raccolta, ai sensi dell'art. 12-bis del D.M. 228/99, vengono introdotti in Italia i **fondi immobiliari ad apporto** privato che prevedono la possibilità di sottoscrizione delle quote mediante conferimento di beni in natura. In precedenza tale previsione era prevista solo nel caso in cui il conferente avesse avuto natura di ente pubblico. Le disposizioni che disciplinano questa tipologia di fondi sono contenute nell'art. 14-bis della Legge 86/1994, oltre alle norme generali previste dal Testo Unico della Finanza e dal D.M. 228/99.

L'art. 13 del D.M. 228/99 prevede tuttavia che ai fondi ad apporto pubblico si continuino ad applicare le disposizioni di cui all'art. 14-bis della Legge 86/1994, ma che, in quanto compatibili, si applichino "le disposizioni del decreto medesimo e delle altre norme del TUF con riferimento ai fondi chiusi che sono investiti in immobili".

La normativa non prevede particolari modalità da seguire per effettuare il conferimento dei beni. Il Decreto, però, ha espressamente previsto che in tutti i casi di sottoscrizione in natura debbano essere osservate alcune cautele da parte delle SGR (ex art. 12-bis, comma 3). Inoltre viene introdotta anche la possibilità che si crei un potenziale conflitto di interessi tra la società di gestione e i soggetti conferenti, ovvero che quest'ultimi siano soci della SGR o società del medesimo gruppo di appartenenza della stessa (ex art. 12-bis, co. 4). In deroga al disposto di cui all'art. 12 comma 3, dunque, il patrimonio del fondo può essere investito direttamente o indirettamente in beni che siano ceduti o conferiti dai soli soci della SGR ovvero da una società del gruppo, mantenendo fermo il divieto contenuto nella norma anzidetta per tutti gli altri soggetti in essa indicati.

Il regolamento di un fondo immobiliare, poi, deve descrivere anche la **governance** precipua del fondo, il cui sistema risulta essere diversamente articolato in ragione delle proprie peculiarità. Oltre ai soggetti normalmente presenti nella *governance* di una SGR (consiglio di amministrazione, banca depositaria, ecc.),

vengono previsti per il fondo ulteriori organi, in particolare l'Assemblea dei partecipanti, obbligatoriamente prevista per legge, e il Comitato tecnico consultivo (*Advisory Committee*), organo la cui esistenza è solo eventuale in base al principio dell'autoregolamentazione.

Le competenze e le modalità di funzionamento dell'Assemblea dei partecipanti sono fissate nell'art. 37, comma 2-bis, del D.lgs. 58/1998, il quale delinea tre specifiche aree di competenza: a) la sostituzione della SGR; b) la richiesta di ammissione a quotazione del fondo; c) le modifiche della politica di gestione. Oltre ai tre casi espressamente previsti dal TUF, l'ambito di competenza può essere notevolmente ampliato, in special modo se il fondo è riservato, in base al principio dell'autoregolamentazione. La convocazione dell'Assemblea è disposta dalla SGR anche su richiesta di tanti rappresentanti che costituiscono almeno il 10% del valore delle quote in circolazione; le deliberazioni sono approvate con il voto favorevole del 50% più una quota degli intervenuti e in ogni caso il quorum deliberativo non può essere inferiore al 30% del valore di tutte le quote in circolazione.

Le disposizioni contenute nell'art. 37, comma 2-bis del TUF, sono dunque tese essenzialmente a definire il funzionamento dell'organo assembleare, che rende possibile ai partecipanti del fondo un intervento più incisivo nei confronti delle SGR.

In aggiunta a questo è spesso prevista dal regolamento di gestione la figura del Comitato consultivo, quale organo di consulenza interna, che funge da elemento di raccordo tra il CdA della SGR e l'assemblea dei partecipanti nella conduzione dei flussi informativi e decisionali. Tale organismo, nel caso in cui il Regolamento del Fondo preveda la sua esistenza, viene chiamato a esprimersi su questioni ritenute rilevanti per l'interesse del Fondo (ad esempio le singole operazioni di investimento/disinvestimento dei beni del fondo, le transazioni effettuate con soggetti in conflitto di interessi, ecc.).

Il Comitato Consultivo, inoltre, può essere costituito, oltre che all'interno dell'Assemblea dei Partecipanti, anche in seno al Consiglio di Amministrazione della SGR: in entrambe le ipotesi l'elezione dei membri del Comitato Consultivo avviene comunque sulla base di liste presentate dai partecipanti, senza che per ciò il Consiglio d'Amministrazione sia esautorato delle proprie prerogative gestorie e diventi un mero amministratore di patrimoni immobiliari.

Il parere espresso può avere natura sia consultiva (a titolo esemplificativo: operazioni di investimento/disinvestimento del fondo superiori a una determinata soglia prefissata, altre fattispecie concernenti il funzionamento del fondo di specifico interesse dei partecipanti, ecc.), sia vincolante (ad esempio qualsiasi

operazione in conflitto di interessi).

L'efficacia e la forza delle competenze attribuite all'*Advisory Committee* è tematica molto delicata da affrontare. Sul punto, Assogestioni ha già dato impulso, sollecitando le competenti Autorità, a un processo di graduale riforma che possa incidere nella formazione di ampi profili di autoregolamentazione, che possano agevolare l'attività delle società di gestione nel rispetto della normativa attualmente vigente in materia di gestione collettiva del risparmio.

Per quanto concerne le altre figure operative tipiche dei fondi immobiliari, stante la complessità delle competenze richieste, nell'ottica di esternalizzazione dei servizi di gestione è bene rammentare le altre figure operative, quali l'esperto indipendente, il *property* e il *facility manager* e l'*advisor* immobiliare.

L'esperto indipendente è il soggetto, sia esso una persona fisica o giuridica in possesso dei requisiti richiesti dalla norma (ex art. 17 del D.M. 228/99), incaricato dal consiglio di amministrazione della SGR di effettuare perizie e stime del valore delle attività in cui il fondo investe in via esclusiva o prevalente (il cosiddetto investimento tipico: beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari). Tali valutazioni devono essere effettuate in occasione di ogni valorizzazione dei beni e comunque al momento della redazione del rendiconto annuale e della relazione semestrale, nonché dell'eventuale effettuazione di conferimenti. A costui viene inoltre richiesto un giudizio di congruità del valore di ogni bene immobiliare che viene alienato dalla SGR.

Il *property manager* si occupa della normale amministrazione e gestione degli immobili in portafoglio (ricerca sul mercato delle opportunità di locazione maggiormente favorevoli, supporto per la vendita di immobili, custodia della documentazione tecnico amministrativa relativa all'immobile ecc.).

Il *facility manager*, invece, fornisce assistenza e supporto logistico e organizzativo finalizzati all'ottimizzazione delle varie attività che vengono svolte all'interno dell'immobile medesimo (manutenzione ordinaria e straordinaria, riqualificazione, rapporti con i fornitori, erogazione dei servizi ai conduttori, ecc.).

L'*advisor* svolge infine un ruolo di supporto professionale nello svolgimento delle attività propedeutiche e complementari alle scelte di investimento del fondo (segnalazione di opportunità, svolgimento della *due diligence* legale e tecnica sull'immobile potenzialmente da acquisire, ecc.).

Il regime fiscale dei fondi immobiliari

Francesca Moretti

Il regime fiscale applicabile ai fondi immobiliari istituiti ai sensi dell'art. 37 del decreto legislativo n. 58 del 1998 (TUF) e a quelli istituiti mediante apporto pubblico ai sensi dell'art. 14-*bis* della legge 86 del 1994 ha subito diverse e rilevanti modifiche nel corso degli ultimi anni. Il regime fiscale introdotto con il decreto legge n. 351 del 2001 prevedeva l'applicazione di un'imposta sostitutiva dell'1% sul patrimonio del fondo. Tuttavia, per effetto delle modifiche apportate dall'art. 41-*bis* del decreto legge n. 269 del 2003, a decorrere dal 1° gennaio 2004, sul valore netto contabile del fondo immobiliare non è più dovuta l'imposta sostitutiva dell'1% e la tassazione avviene in capo ai partecipanti al momento della percezione dei proventi.

Nessuna modifica è stata invece apportata alle disposizioni concernenti la non soggettività del fondo ai fini delle imposte sui redditi (IRPEF e IRES) e dell'IRAP e a quelle che qualificano il fondo immobiliare quale soggetto "*lordista*" nella fase di percezione della maggior parte dei redditi di capitale. È stato altresì confermato che sui redditi di capitale, per i quali il fondo continua a subire le ritenute alla fonte (ad esempio sui proventi delle obbligazioni emesse da società non quotate, delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni con scadenza inferiore a 18 mesi e dei titoli atipici), queste sono applicate a titolo d'imposta.

In riferimento alle operazioni compiute dai fondi immobiliari (ad esempio acquisto e cessioni di beni e prestazioni di servizi), il legislatore ha attribuito alla SGR la qualifica di soggetto passivo ai fini dell'imposta sul valore aggiunto. In altri termini, la soggettività passiva ai fini IVA non è attribuita ai singoli fondi immobiliari ma alla stessa SGR che li ha istituiti. Tuttavia, alla soggettività passiva esclusiva della SGR non fa riscontro, sotto il profilo operativo, la possibilità per la medesima di computare le operazioni dei fondi in modo unitario. La SGR è tenuta infatti ad adempiere agli obblighi IVA separatamente per sé e per ciascun fondo, istituendo autonomi registri, emettendo fatture con distinte serie

di numerazione ed effettuando distinte registrazioni delle operazioni. Peraltro, sebbene la SGR proceda a liquidare l'imposta dovuta da ciascun fondo in modo separato dalla propria imposta, al versamento dell'imposta si procede cumulativamente per le somme complessivamente dovute dalla società e dai fondi.

Per quanto attiene al recupero dell'eventuale eccedenza di credito IVA, vantata dalla SGR (quale unico soggetto IVA) in relazione all'acquisto di immobili imputabili al fondo e alle relative spese di manutenzione, è prevista in primo luogo la possibilità di richiedere il rimborso dell'IVA annuale nonché, qualora ricorrano le condizioni, quello relativo a periodi inferiori all'anno (ai sensi dell'art. 38-*bis* del d.P.R. n. 633 del 1972). In alternativa alla richiesta di rimborso, è prevista la possibilità di utilizzare, in tutto o in parte, il credito IVA in compensazione delle imposte e dei contributi (ai sensi dell'art. 17 del decreto legislativo n. 241 del 1997, c.d. "*compensazione orizzontale*"), senza limiti di importo. È inoltre possibile cedere a terzi il credito IVA chiesto a rimborso nella dichiarazione annuale (ai sensi dell'art. 43-*bis* del d.P.R. n. 602 del 1973) ovvero cedere alle società ed enti appartenenti al medesimo gruppo della SGR le eccedenze d'imposta indicate nella dichiarazione annuale non richieste a rimborso, a norma dell'art. 43-*ter* del medesimo decreto.

Relativamente al regime tributario dei proventi conseguiti dai partecipanti, come già detto, a seguito della soppressione dell'imposta sostitutiva sul patrimonio del fondo, la tassazione avviene in via generale in capo ai partecipanti, al momento della percezione dei proventi. In particolare, sui redditi di capitale derivanti dalla partecipazione al fondo immobiliare, distribuiti in costanza di partecipazione al fondo ovvero realizzati attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote, è prevista l'applicazione di una ritenuta alla fonte. Più precisamente, la ritenuta si applica sull'ammontare dei proventi riferibili a ciascuna quota distribuiti in costanza di partecipazione al fondo e risultanti dai prospetti periodici redatti ai sensi dell'art. 6, comma 1, lett. c), n. 3), del TUF (ossia dalla relazione semestrale e dal rendiconto annuale), nonché sulla differenza tra il valore di riscatto o di liquidazione delle quote e il costo di sottoscrizione o acquisto.

Per effetto delle recenti modifiche apportate alla disciplina dei fondi immobiliari dal decreto legge n. 112 del 2008, la misura dell'aliquota della ritenuta da applicare sui predetti proventi è stata elevata dal 12,50% al 20%. In particolare, la maggiore ritenuta del 20% trova applicazione sui proventi derivanti dalla partecipazione a fondi immobiliari corrisposti a decorrere dal 25 giugno 2008 (data di entrata in vigore del decreto).

Peraltro, al momento della stesura di questo contributo risulta essere stato approvato un emendamento governativo al menzionato decreto legge n. 112 del 2008, secondo il quale, nel caso di rimborso delle quote di partecipazione dei fondi immobiliari, la ritenuta continua ad applicarsi nella misura del 12,50% sui proventi compresi nella differenza positiva tra il valore delle quote (risultante dall'ultimo rendiconto periodico redatto ai sensi dell'art. 6, comma 1, lett. c), n. 3) del TUF prima dell'entrata in vigore del decreto legge n. 112 del 2008) e il costo di sottoscrizione o di acquisto.

Circa invece le modalità di applicazione della ritenuta, questa è applicata a titolo d'acconto se i proventi sono percepiti da soggetti che detengono le quote nell'esercizio di attività d'impresa commerciale, mentre è applicata a titolo d'imposta nei confronti di tutti gli altri soggetti, compresi quelli esenti o esclusi da imposta sul reddito delle società. Nessuna ritenuta deve essere invece applicata sui proventi percepiti dalle forme di previdenza complementare di cui al decreto legislativo n. 252 del 2005 e dagli organismi d'investimento collettivo del risparmio istituiti in Italia e disciplinati dal TUF.

Non sono assoggettati ad imposizione neppure i proventi percepiti da soggetti non residenti in possesso dei requisiti di cui all'art. 6 del decreto legislativo n. 239 del 1996. In altri termini, il regime di non imponibilità si applica ai soggetti non residenti che risiedono in uno Stato che consenta un adeguato scambio di informazioni (ossia i Paesi individuati dal d.m. 4 settembre 1996 e successive modificazioni, c.d. *white list*), nonché agli investitori istituzionali esteri, ancorché privi di soggettività tributaria, costituiti in Paesi che consentano un adeguato scambio di informazioni, agli enti e organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia, alle Banche centrali o agli organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato, indipendentemente dallo Stato di residenza.

Il sostituto d'imposta, tenuto ad applicare la ritenuta (quando dovuta) sui proventi derivanti dalla partecipazione a fondi immobiliari, è individuato nella SGR che ha istituito il fondo ovvero, nel caso in cui le quote del fondo siano immesse in un sistema di deposito accentrato gestito da una società autorizzata ai sensi dell'art. 80 del TUF, nell'intermediario residente – direttamente o indirettamente aderente al sistema di deposito accentrato – presso il quale il soggetto titolare delle quote intrattiene un rapporto di deposito o nell'intermediario non residente depositario delle quote che, direttamente o indirettamente per il tramite di

depositari centrali esteri, aderisce al suddetto sistema di deposito accentrato. In quest'ultimo caso, ossia nell'ipotesi in cui le quote siano depositate presso intermediari non residenti aderenti al sistema di deposito accentrato, l'applicazione della ritenuta deve essere affidata ad un rappresentante fiscale in Italia.

I proventi e le perdite realizzati attraverso la negoziazione delle quote, nonché le perdite realizzate attraverso il riscatto o la liquidazione, rientrano invece tra i redditi diversi di natura finanziaria (plusvalenza o minusvalenza), ovvero concorrono alla formazione del reddito d'impresa qualora conseguiti nell'esercizio di un'attività di impresa commerciale. Alle plusvalenze e minusvalenze realizzate attraverso la negoziazione delle quote e alle minusvalenze realizzate attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote, si applicano pertanto le disposizioni previste per i singoli regimi impositivi (regime della dichiarazione, del risparmio amministrato ovvero del risparmio gestito).

Real estate e fondi: novità regolamentari e prospettive di mercato

Sonia Maffei e Arianna Immacolato

Questo capitolo si propone di illustrare, per quanto possibile in modo conciso, le principali novità che hanno interessato la normativa civilistica e fiscale dei fondi comuni immobiliari chiusi e di fornire alcune indicazioni in merito alle prospettive di sviluppo di questo comparto del risparmio gestito. Questi prodotti, infatti, hanno manifestato, sin dalla loro istituzione, grandi capacità di crescita e di sviluppo che, ad oggi, possono considerarsi non ancora del tutto esplorate.

Le società di gestione del risparmio operanti nel settore hanno visto riconoscersi, all'inizio del 2008, la possibilità di costituire e gestire fondi di fondi immobiliari. Questo grazie a una pronuncia del Ministero dell'economia e delle finanze che, in risposta a una nota di Assogestioni, ha confermato la richiesta avanzata dall'associazione di considerare validi, ai fini del riconoscimento della qualifica di fondo immobiliare ex articolo 12-*bis* del d.m. 24 maggio 1999, n. 228, anche gli investimenti indiretti nel cosiddetto "patrimonio tipico" rappresentato dai beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari.

Sulla base di questa interpretazione un fondo potrà, a tutti gli effetti, essere qualificato quale fondo immobiliare di diritto italiano anche nei casi in cui gli investimenti e, di conseguenza, la detenzione del patrimonio tipico, si realizzino indirettamente, cioè per il tramite dei diversi veicoli immobiliari. Sono, quindi da considerare lecite e conformi a normativa vigente le operazioni di investimento effettuate per il tramite della partecipazione ad altri OICR, anche esteri, la cui composizione patrimoniale rispetti i parametri di proporzionalità previsti dalla normativa (almeno 2/3 del valore complessivo investiti negli *assets* tipici), ovvero attraverso la partecipazione a società controllate dal fondo o a *holding* immobiliari, ovvero ancora a REIT (*real estate investment trust*) o società di investimento immobiliari quotate (SIIQ).

Non v'è alcun dubbio che un riconoscimento, quale quello in parola, non solo contribuisce alla flessibilità del prodotto permettendo una più ampia diversificazione di portafoglio (specie all'estero) e un più facile smobilizzo degli investimenti, ma rappresenta anche un primo passo per l'allineamento del nostro sistema regolamentare a quello già in essere nei principali Paesi europei, anche in vista dei possibili sviluppi normativi a livello comunitario.

A tale proposito va ricordato il tentativo della Commissione Europea di creare le basi per una futura armonizzazione del prodotto fondo comune di investimento immobiliare aperto al fine di favorirne la commercializzazione *cross border*. Ed in questa direzione si sono mossi i lavori del gruppo degli esperti presso la Commissione Europea, al quale Assogestioni ha partecipato attivamente, i quali, attraverso un'attenta analisi delle caratteristiche e peculiarità del prodotto nei diversi Paesi europei, hanno convenuto circa le sue innumerevoli potenzialità di crescita e di diffusione (specie fra gli investitori *retail*, maggiormente propensi a investimenti facilmente smobilizzabili), individuando le diverse soluzioni per realizzare questo obiettivo.

In quest'ottica, di comune accordo è stata assunta l'iniziativa di ridurre al minimo gli eventuali lavori di adattamento della normativa già in vigore nei singoli Stati membri. È per tale ragione che la strada più efficiente e più facilmente percorribile è stata individuata nella modifica della direttiva UCITS, anche al fine di rendere possibile la distribuzione dei prodotti attraverso i canali di vendita già esistenti.

Pertanto, le regole applicabili ai fondi immobiliari aperti dovrebbero essere individuate, nel rispetto della procedura *Lamfalussy*, in un primo set di regole, a livello europeo, con un secondo livello di misure di implementazione determinate in accordo con le Autorità di vigilanza dei singoli Stati membri.

Appare utile, a questo punto, elencare le sei caratteristiche considerate indispensabili per l'effettivo funzionamento dei fondi immobiliari aperti e per una reale tutela e protezione degli investitori. Si tratta, in particolare, della possibilità di:

- investire nelle cosiddette SPVs (*Special Purpose Vehicles*);
- utilizzare la leva finanziaria fino al limite del 60%;
- mantenere un minimo di liquidità, pari al 10% del portafoglio, anche al fine di far fronte alle richieste di rimborso delle quote da parte dei partecipanti;
- effettuare, a discrezione del fondo, il calcolo del valore della quota su base giornaliera ovvero, con cadenza maggiore, su base trimestrale.

A queste opzioni si aggiunge la necessità di:

- assicurare una valutazione degli immobili indipendente e basata su standard internazionali di valutazione, almeno su base annuale;
- adottare un'ampia *disclosure* sulla politica dei prezzi e richiamare l'attenzione degli investitori sulla circostanza che si tratta, comunque, di un investimento di lungo termine (date le particolarità degli *assets* investibili) e sull'eventualità che il rimborso delle quote possa essere sospeso in presenza di circostanze eccezionali.

Non v'è dubbio che l'introduzione, anche in Italia, di uno strumento del tipo appena descritto possa contribuire, di fatto, a dare avvio a un processo di innovazione di prodotto e di ampliamento della gamma di offerta a favore degli investitori ormai da tempo attesi dalle Autorità di vigilanza. E' da auspicare, quindi, che il regolatore nazionale e le Autorità di vigilanza stesse cooperino affinché si giunga, nel più breve tempo possibile, al raggiungimento di questo obiettivo.

Tornando al tema delle novità legislative e delle prospettive di mercato che interessano i fondi immobiliari giova ricordare, da un lato, gli interventi da ultimo messi in atto dal Governo con il decreto legge del 18 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133 e, dall'altro lato, la possibilità che l'attuale struttura del fondo immobiliare (patrimonio autonomo e separato) sia affiancata dalla forma societaria attraverso il riconoscimento della possibilità di costituzione delle SICAF (società di investimento a capitale fisso, mobiliare e immobiliare).

Sotto il primo profilo, sono due gli aspetti degni di nota dal punto di vista civilistico:

- lo sviluppo di programmi di investimento destinati alla realizzazione di iniziative produttive con elevato contenuto di innovazione;
- la realizzazione del cosiddetto "Piano Casa", ovvero un piano nazionale di edilizia abitativa finalizzato all'incremento del patrimonio immobiliare ad uso abitativo attraverso l'offerta di alloggi di edilizia residenziale, da realizzare nel rispetto di criteri di efficienza energetica e di riduzione delle emissioni inquinanti, con il coinvolgimento di capitali pubblici e privati.

È naturale chiedersi, a questo punto, come si inseriscano in questo contesto i fondi immobiliari e quale sia il loro ruolo.

Relativamente al primo aspetto, all'articolo 4 del DL n. 112/08 è prevista la co-

stituzione di appositi fondi di investimento, con la partecipazione di investitori pubblici e privati, articolati in un sistema integrato tra fondi di livello nazionale e rete di fondi locali, attraverso la valorizzazione di risorse derivanti anche da cofinanziamenti europei e internazionali. Va da sé che in quest'ambito i fondi immobiliari ben rappresentano uno strumento per la realizzazione e lo sviluppo di iniziative nel settore delle infrastrutture. Un ruolo fondamentale sarà pertanto giocato dai decreti ministeriali, ai quali è demandata l'individuazione delle misure pratiche di attuazione.

Per ciò che concerne, invece, il secondo aspetto, l'articolo 11 del DL in parola prevede che, fra gli interventi per la realizzazione del piano nazionale, vi sia anche la possibilità di costituire appositi fondi immobiliari destinati alla valorizzazione e all'incremento dell'offerta abitativa, ovvero alla promozione di strumenti finanziari immobiliari innovativi, con la partecipazione di altri soggetti, pubblici o privati, articolati anche in un sistema integrato, nazionale e locale, per l'acquisizione e la realizzazione di immobili per l'edilizia residenziale. In tale contesto, è altresì consentita la possibilità di conferire a questi fondi i canoni di locazione, al netto delle spese di gestione degli immobili stessi.

Anche questa norma, come la precedente, ha una natura programmatica; occorrerà quindi attendere l'emanazione dei decreti attuativi. Si rileva, comunque, come anche sul tema dell'*housing* sociale l'obiettivo sia quello di elaborare nuove forme di intervento che prendano le distanze dai piani adottati in passato e per le quali il soggetto pubblico non sia più l'unico attore che ricopra, di volta in volta, il ruolo di finanziatore, erogatore di contributi a fondo perduto e di gestore immobiliare.

Un accenno, inoltre, va fatto alle prospettive di sviluppo che si aprono per questa categoria di prodotti.

Si è accennato, in precedenza, all'eventualità che venga riconosciuta, a livello normativo primario, la possibilità di costituire le cosiddette SICAF, strutture societarie, rientranti nell'ambito dei prodotti del risparmio gestito, già da tempo in uso presso gli altri ordinamenti giuridici europei. La predetta iniziativa, infatti, non solo contribuirebbe all'incremento della gamma di prodotti disponibili, a tutto vantaggio degli investitori, ma rappresenterebbe, nel contempo, l'occasione per porre fine ai dubbi e alle incertezze interpretative che fino ad oggi hanno interessato i fondi immobiliari, quali OICR istituiti in forma chiusa e rientranti nell'ambito di applicazione di direttive comunitarie, ben modellate,

quest'ultime, su strutture societarie che mal si adattano a prodotti, come i fondi immobiliari chiusi di diritto italiano, per i quali il nostro legislatore nazionale ha mantenuto inalterata la scelta sulla forma giuridica, che prevede esclusivamente quella del patrimonio autonomo e separato.

Non è tutto. In questo modo verrebbero altresì risolti i problemi legati alle richieste di una sempre maggiore rappresentanza e ingerenza nella gestione avanzate dagli investitori istituzionali presenti nei fondi immobiliari. Non vi sarebbe più, infatti, la necessità di strutturare modelli di *governance* che prevedano la costituzione di *advisory committee* con poteri di veto sulle operazioni deliberate e poste in essere dai consigli di amministrazione delle SGR. Gli stessi investitori, infatti, quali soci della SICAF avrebbero essi stessi un'ingerenza diretta nella gestione.

Infine, appaiono rilevanti le novità introdotte in materia fiscale dal DL n. 112/08. L'articolo 82 ha previsto infatti un regime fiscale penalizzante per i fondi immobiliari "a ristretta base partecipativa" e per i fondi "familiari", allo scopo di disincentivare l'utilizzo del fondo immobiliare per finalità diverse da quelle della gestione collettiva del risparmio.

Questo regime fiscale, che si aggiunge a quello ordinario, prevede l'applicazione di un'imposta patrimoniale dell'1% sul valore del patrimonio netto del fondo e l'aumento dal 12,5% al 20% dell'aliquota dell'imposta sostitutiva sulle plusvalenze realizzate a seguito della cessione delle quote del fondo.

Tale misura va nella stessa direzione dell'orientamento espresso dalla Banca d'Italia nella comunicazione in materia di nuovi prodotti, inviata agli operatori del settore nel corso del 2005, in cui l'organo di vigilanza aveva esortato le società di gestione del risparmio a valutare con particolare attenzione eventuali iniziative volte a utilizzare l'istituto del fondo immobiliare allo scopo di amministrare consistenti patrimoni personali, in assenza degli elementi che caratterizzano la gestione collettiva del risparmio.

La disciplina in questione si applica ai fondi le cui quote siano detenute da meno di dieci partecipanti, salvo che almeno il 50% sia detenuto da imprese, investitori che risiedono in Paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni, organismi di investimento collettivo del risparmio istituiti in Italia e disciplinati dal TUF, forme pensionistiche complementari di cui al decreto legi-

slativo n. 252 del 2005, enti pubblici, enti di previdenza obbligatoria ed enti non commerciali (fondi a ristretta base partecipativa).

Essa si applica, altresì, ai fondi riservati e speculativi istituiti ai sensi degli articoli 15 e 16 del decreto ministeriale n. 228 del 1999, indipendentemente dal numero dei partecipanti, qualora le quote siano detenute per più di due terzi, nel corso del periodo d'imposta, da una o più persone fisiche legate fra loro da rapporti di parentela o affinità, nonché da società ed enti di cui le persone fisiche medesime detengano il controllo, ovvero il diritto di partecipazione agli utili superiore al 50 per cento e da *trust* di cui siano disponenti o beneficiari, salvo che le predette quote siano relative a imprese commerciali residenti nel territorio dello Stato (fondi familiari). Si tratta in buona sostanza di fondi le cui quote siano detenute per più di due terzi da persone fisiche appartenenti al medesimo nucleo familiare, nonché da società, enti o organismi da esse controllati, a eccezione delle quote di partecipazione che siano comunque relative a imprese commerciali residenti ovvero a stabili organizzazioni nel territorio dello Stato di soggetti non residenti.

Sono in ogni caso esclusi dalle nuove disposizioni fiscali i fondi per i quali sia prevista la quotazione dei certificati in un mercato regolamentato e quelli che abbiano un patrimonio non inferiore a 400 milioni di euro.

La verifica della sussistenza dei requisiti previsti per l'applicazione dell'imposta patrimoniale è posta annualmente a carico della società di gestione del risparmio. Sulla base della media annua del valore delle quote detenute dai partecipanti nel periodo d'imposta.

A tal fine sono stati previsti specifici obblighi di comunicazione a carico dei possessori delle quote del fondo. In particolare, questi soggetti sono obbligati a comunicare entro il 31 dicembre di ogni anno le informazioni necessarie e aggiornate agli effetti della verifica della sussistenza di tali requisiti. La società di gestione del risparmio, a sua volta, deve segnalare all'Agenzia delle Entrate i casi in cui i partecipanti al fondo hanno omissis, in tutto o in parte, di rendere la suddetta comunicazione. Considerato che le SGR non sempre sono a conoscenza dell'identità dei propri partecipanti, è da ritenere che dovranno assolvere a tale obbligo di segnalazione sulla base delle informazioni di cui sono in possesso. I termini e le modalità per l'effettuazione della segnalazione in questione saranno stabiliti con provvedimento del direttore dell'Agenzia delle Entrate.

In caso di mancata applicazione dell'imposta patrimoniale, a seguito dell'omessa comunicazione delle informazioni da parte dei possessori delle quote, è previsto che l'imposta patrimoniale sia applicata a carico dei partecipanti in proporzione al valore delle quote da essi detenute nel medesimo periodo d'imposta e risultante dai relativi prospetti periodici.



Xi'an, Cina
Esercito di terracotta

L'ATTIVITÀ DI CORPORATE GOVERNANCE

L'attività di *corporate governance*

Massimo Menchini

L'attività di corporate governance della Assogestioni può essere suddivisa in tre periodi: un periodo iniziale caratterizzato da un attivismo di tipo volontaristico (1984-1994) al quale ha fatto seguito una attività organizzata caratterizzata dalla creazione di un vero e proprio comitato (1994-2005) che si è poi ulteriormente evoluta con la creazione di regole e procedure definite per la selezione dei candidati alla carica di componente degli organi di amministrazione e controllo delle principali società italiane (2005-oggi).

Da una panoramica sull'attività della nostra Associazione si può notare che l'attivismo nei confronti delle società quotate nella Borsa Italiana da parte delle società di gestione del risparmio, nei primi dieci anni dal 1983 al 1994, è stata di tipo "volontaristico". Tutto ebbe inizio pochi anni dopo la costituzione delle prime Sgr, quando alcune di queste cominciarono a confrontarsi con il management delle società quotate, chiedendo migliore informativa e rispetto dei diritti delle minoranze. Contemporaneamente, le stesse società di gestione hanno stimolato Assogestioni ad avviare i primi studi sulle regole di governo delle società quotate.

Dal 1994 si è avuto uno sviluppo maggiormente organizzato dell'attività; in quell'anno, infatti, fu istituito il Comitato per la corporate governance, composto da rappresentanti delle Sgr associate, al fine di rendere più continuativo e assiduo l'impegno in questo campo. Un forte aiuto venne dal legislatore italiano che inserì nella legge sulle privatizzazioni del 1994 la modifica degli statuti delle società privatizzande, con l'introduzione di clausole che prevedevano la possibilità di formare liste di minoranza per la nomina di amministratori e sindaci, opportunità colta sin dall'inizio dalle Sgr italiane.

L'azione del Comitato ed in generale dell'Associazione è sempre stata volta a favorire la diffusione della cultura della governance ed avviare uno stretto dia-

logo con gli organi di Borsa da parte degli investitori istituzionali, in armonia a quanto era avvenuto nella finanza anglosassone a seguito del Cadbury Report del 1992.

Nel 1998, con l'approvazione del testo unico della finanza, l'attività di corporate governance dell'Associazione ha ottenuto un ulteriore e decisivo impulso attraverso:

- la partecipazione ai lavori che presero avvio presso la Borsa per la redazione di un codice di condotta delle società quotate (c.d. codice Preda), il quale raccomanda alle società quotate nei mercati organizzati italiani la best practice da seguire nella strutturazione del loro sistema di governance;
- la definizione di regole di governance per le stesse società di gestione con il varo del Protocollo di autonomia al fine di garantire maggiormente l'indipendenza del gestore nei confronti dei soci di controllo.

Gli obiettivi dell'attività del Comitato sono, via via, aumentati sino a comprendere:

- lo studio e la promozione dello sviluppo della normativa primaria e dell'autoregolamentazione in tema di corporate governance;
- la diffusione della cultura della corporate governance tra le aziende e gli operatori italiani;
- il monitoraggio degli assetti di governo societario e dell'applicazione del codice Preda da parte delle società quotate e l'intervento nelle assemblee delle stesse per rappresentare le richieste degli investitori istituzionali per una governance migliore;
- lo studio e il monitoraggio dei comportamenti nel mercato delle società emittenti in cui le Sgr investono le risorse finanziarie dei fondi al fine di individuare aree di criticità e, ove opportuno, richiedere informazioni all'emittente segnalando all'occorrenza la situazione riscontrata alle autorità di vigilanza del mercato;
- fornire supporto informativo e amministrativo alle società di gestione, in occasione della presentazione delle liste per l'elezione degli amministratori o sindaci di minoranza nelle società quotate.

Il Comitato in questi anni ha sviluppato ed affinato procedure e regole definite sia per quanto riguarda l'ammissione allo stesso sia per ciò che concerne lo svolgimento dei lavori. Nel 2005 è stato rivisto il processo di selezione dei candidati per identificare i requisiti professionali ed il mix di esperienza neces-

sari per comporre liste da sottoporre all'attenzione del mercato per incarichi di amministratore o sindaco di minoranza. Sono, così, stati fissati i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza dei candidati, nonché le condizioni di ineleggibilità e incompatibilità, con inclusione di precisi vincoli alla successione. È stato, inoltre, disciplinato il procedimento di selezione e di verifica periodica dei requisiti.

Per ciò che concerne i requisiti che i candidati devono possedere: il Comitato ha deciso di candidare solamente soggetti in possesso di specifici requisiti di indipendenza ulteriori rispetto a quelli previsti dalla legge. I candidati non devono intrattenere al momento della nomina, neppure indirettamente, con la società o con soggetti legati alla società per la quale sono proposti, relazioni tali da condizionarne attualmente e prospettivamente l'autonomia di giudizio. Ai fini della valutazione della sussistenza di tale requisito di indipendenza il Comitato per la corporate governance ha deciso di adottare i criteri contenuti nella più recente versione del Codice di autodisciplina delle società quotate promosso da Borsa Italiana S.p.A., con i quali si integra uno specifico elenco di incompatibilità.

La composizione delle liste viene effettuata secondo un criterio di diversificazione delle competenze, accogliendo personalità dotate di esperienza nelle discipline giuridiche, economiche, aziendali e tecniche. In quest'ultimo caso la competenza dei candidati dovrà essere pertinente all'attività delle società per le quali sono proposti. Questo per garantire che gli amministratori e i sindaci eletti dalle Sgr possano esercitare un controllo completo sull'attività della Società e contribuire attivamente alle decisioni dell'organo amministrativo o di controllo.

La nuova procedura prevede, inoltre, che i candidati alle cariche sociali siano inclusi nelle liste di minoranza con l'assistenza di una società di executive search esterna e indipendente. Tale advisor ha il compito di selezionare in modo autonomo una rosa di candidati da sottoporre alla scelta finale del Comitato per la corporate governance. Inoltre ha anche il compito di verificare la permanenza e il rispetto dei requisiti. La gara per l'assegnazione dell'incarico di advisor per l'anno 2008 è stata vinta dalla società Spencer Stuart, anche in considerazione della sua specifica esperienza nella ricerca di Consiglieri indipendenti.

Nel 2008 il Comitato di corporate governance ha stabilito di rendere pubblici i principi e le regole per la selezione dei candidati all'elezione negli organi di amministrazione e controllo delle società quotate nelle liste di minoranza in

rappresentanza degli investitori istituzionali che sono adesso disponibili sul sito internet dell'Associazione.

Con il supporto del Comitato, le Sgr associate hanno svolto un ruolo sempre più attivo nella presentazione di liste di candidati all'elezione negli organi di amministrazione e controllo delle società quotate con il supporto del Comitato. Dal 1994 è aumentato l'impegno per la presentazione delle liste di minoranza nelle principali società quotate anche in funzione dell'evoluzione della legislazione in materia: i gestori italiani sono, infatti, convinti che una buona gestione, buone capacità amministrative ed efficaci controlli favoriscono la creazione di valore per tutti i soci e quindi per i risparmiatori che hanno affidato ai fondi i loro soldi.

Di fondamentale importanza per l'attività di elezione di amministratori e sindaci di minoranza nelle società quotate è la disciplina introdotta nel 2005 dalla c.d. Legge sulla tutela del risparmio (L. 262/2005), come poi integrata dal D.Lgs. 303/2006. Il legislatore ha, infatti, definitivamente introdotto per tutte le società quotate il sistema del voto di lista riservando alle minoranze almeno un componente dell'organo di amministrazione e di quello di controllo, nonché la presidenza del collegio sindacale. Inoltre, è stato demandato alla Consob il compito di determinare le soglie minime di possesso azionario necessarie per la presentazione delle liste e stabilire le procedure per il deposito e la pubblicità delle stesse (il che è avvenuto con delibera 15915/2007 con efficacia dal 1° gennaio 2008).

Nel fare un bilancio del lavoro realizzato, non sono mancati momenti di entusiasmo e di scoraggiamento, il cammino da percorrere è ancora lungo ma i risultati raggiunti fanno ben sperare, infatti nel 2008:

- le Sgr associate alla Assogestioni hanno preso in esame, per il deposito delle liste per il rinnovo degli organi di amministrazione e controllo, 14 delle società con maggiore capitalizzazione del mercato italiano ed in particolare: Eni, Enel, Generali, Telecom Italia, Saipem, Finmeccanica, Alleanza, Mediaset, Terna, Parmalat, Pirelli & C., Autogrill, Ifil, Ansaldo STS;
- sono state presentate liste per l'elezione degli organi amministrativi o di controllo in 10 società: Ansaldo STS, Generali, Enel, Eni, Ifil, Mediaset, Pirelli & C., Saipem, Telecom Italia, Terna;
- sono stati eletti componenti degli organi di amministrazione o controllo in 9 di queste società.

Il trend è nettamente positivo, infatti nel 2007 il Comitato aveva preso in considerazione 9 società per la presentazione di liste di voto e le Sgr erano riuscite ad eleggere amministratori o sindaci solamente in 4 di queste.

Infine, sempre nell'ottica dello sviluppo della cultura della corporate governance, si colloca anche l'intervento di Assogestioni presso le società quotate, attraverso specifiche osservazioni ovvero richieste di chiarimenti al mercato in occasione delle principali operazioni societarie effettuate sulle società quotate (l'Associazione ha scritto più di 40 lettere alle società quotate, basti ricordare le osservazioni inviate a Telecom Italia s.p.a. nel 1999 in occasione della cessione di TIM s.p.a a Tecnost s.p.a. e i rilievi circa la carenza di informativa mossi dalla Assogestioni alla Parmalat s.p.a nel marzo del 2003; la lettera ai Presidenti di Telecom e Telco per la nomina dei nuovi vertici di Telecom nel dicembre del 2007; la lettera al Ministro dell'Economia in occasione del rinvio delle assemblee delle società controllate dal Ministero nel 2008).



L'ESIGENZA DI UNA MAGGIORE EDUCAZIONE FINANZIARIA E IL SUO RUOLO NELL'AMBITO DELLA CRISI ATTUALE

L'esigenza di una maggiore educazione finanziaria e il suo ruolo nell'ambito della crisi attuale

Vincenzo Galimi e Matteo Seveso

La crisi del settore e il ruolo dell'educazione finanziaria: quali basi per costruire una nuova generazione di investitori?

Una gran parte degli italiani "non conosce la differenza tra azioni e obbligazioni", "non percepisce il livello di rischio dei vari prodotti finanziari" e "non è in grado di calcolare il ritorno dei propri investimenti". Questi sono alcuni dei risultati di una recente indagine sul livello della cultura finanziaria degli italiani, condotta dai prof. Luigi Zingales e Tito Boeri¹.

Nel periodo in cui la crisi del risparmio gestito ha iniziato a manifestarsi sono state realizzate varie autorevoli ricerche, analoghe a quella di cui sopra, con l'intento di comprendere quali relazioni vi fossero tra le aspettative dei risparmiatori, la consapevolezza dei propri investimenti e il loro livello di educazione finanziaria.

Le indagini condotte in Europa e negli Stati Uniti ci rivelano, non senza sorpresa, che le lacune dei risparmiatori in ambito economico-finanziario riguardano le nozioni più elementari, che interessano la vita quotidiana di tutti: il rapporto tra il proprio salario e le proprie spese, la propensione a risparmiare per la vecchiaia, il livello di indebitamento (spesso troppo elevato, anche a causa della facilità con cui oggi si accede al credito). L'incremento del livello di educazione finanziaria è stato quindi indicato come una delle possibili leve utili ad arginare la disaffezione dei risparmiatori verso la finanza, per far comprendere loro quanto questa sia presente e rilevante per la propria vita e per fare in modo che acquisiscano una maggiore consapevolezza riguardo gli investimenti effettuati.

Un'esigenza questa già da tempo riconosciuta all'estero² e affrontata con

¹ "Bocciati in Finanza" - L'Espresso, 4 ottobre 2007.

² Charlie McCreedy - European Commissioner for Internal Market and Services. Increasing Financial Capability Conference - Brussels, 28 Marzo 2007 - "People who understand their financial circumstances, and the options or advice available to them, are more likely to make sensible choices and make adequate provision for the future" [...] "Active consumers drive competition and help

significativo impegno in vari Paesi. La maggior parte delle iniziative di *financial education* intraprese all'estero ha addirittura incluso nel proprio *target* di riferimento quello degli studenti, dai più piccoli a quelli delle scuole superiori e delle università. In numerosi paesi, infatti, la scuola ha rappresentato il primo canale attraverso il quale si sono realizzate queste iniziative, in vari casi attraverso modelli pedagogici innovativi. Più volte è stato inoltre aperto un dibattito circa l'opportunità di inserire queste nozioni all'interno dei programmi scolastici ufficiali³. Pioniere e leader in questo ambito, sia per il valore degli investimenti dedicati sia per la solidità dei modelli applicati, è stato il Regno Unito⁴, che nella fase più matura del programma ha avviato iniziative segmentate per i diversi target di riferimento, tutti appartenenti all'ambito *retail*. I risultati hanno condotto a giudizi diversi⁵, la cui analisi deve essere completata senza dimenticare la specificità del mercato di riferimento.

In seguito alla recente crisi dei mercati finanziari, l'esperienza estera in materia di *financial education* ha infine iniziato a contagiare positivamente anche gli operatori e le istituzioni italiane, che hanno iniziato a interessarsi al tema e a sviluppare le prime iniziative volte a diffondere una maggiore cultura del risparmio e dell'investimento presso i risparmiatori.

Banche, SGR e autorità di vigilanza sembrano avere oggi compreso l'importanza dell'educazione finanziaria, in un mercato in evoluzione dove i risparmiatori sono chiamati in prima persona a scegliere come investire le proprie risorse.

firms to become more efficient, innovative and globally competitive" [...] "The best way to protect consumers' rights is to empower them to make appropriate financial decisions" [...] "By helping to develop better informed, better educated and more confident citizens we can enable them to take better responsibility for their financial affairs and play an active role in strengthening the consumer demand side of financial services markets" [...] "Those Member States that decide to take consumer financial education really seriously [...] will be the ones that carve out a real competitive advantage in the medium term. These policies are not add-ons. They are essential."

3 Integrating Financial Education into School Curricula - White paper, United States Department of Treasury Office of Financial Education - Ottobre 2002 - Ref. Princeton Survey Research Associates: "Planning for the Future: Are Americans prepared to meet their financial goals?" - Maggio 1997 - "[...]The average American was able to answer only 42% of the questions on a personal finance quiz correctly, with just 8% correctly answering at least three-quarters of the questions".

4 FSA - Financial Services Authority, UK. Dal documento "Towards a national strategy for financial capability" - "[...]The strategy is not about encouraging people to buy specific products, nor about delivering information on specific products from specific providers".

Una strategia basata sulle necessità dei consumatori ("[...]we have to speak the language consumers speak"), rivolta a target specifici ("[...]Communication is not just a matter of providing information. A message that is not properly targeted to meet the needs of its audience is unlikely to be effective. [...] The strategy must deliver simple, clear messages to specific target groups").

5 Pauline Skypola - Editor of FTfm - "School lessons alone will not eliminate mis-selling" - 17 Settembre 2007

Le iniziative di *financial education* italiane, tra la riforma della previdenza complementare e il rallentamento dell'economia

La crescente attenzione delle autorità di vigilanza, degli intermediari e dei media nei confronti del tema della *financial education* ha avuto origine nel nostro Paese soltanto pochi anni fa, sul modello di quanto già sperimentato all'estero. Un avvio verificatosi forse in ritardo, ma costituito da iniziative condivise tra i diversi attori coinvolti e realizzato con ingenti investimenti di lungo periodo; tutto ciò in un'epoca dove questa visione è quasi assente dai piani industriali.

L'Italia, la nazione che ha visto la nascita del primo istituto bancario, sin dal dopoguerra è stata un Paese ricco di risorse finanziarie, accumulate dai risparmiatori principalmente sotto forma di depositi bancari o al massimo di titoli di Stato. I prodotti finanziari moderni, più complessi e sofisticati, hanno infatti tardato a fare il proprio ingresso sul mercato italiano, iniziando a diffondersi nei portafogli degli investitori solo alla fine degli anni '80.

La distribuzione di questi prodotti, inoltre, avveniva esclusivamente attraverso il circuito bancario e in virtù di quella relazione fiduciaria tra consulente e risparmiatore che è da sempre alla base del sistema bancario italiano.

Questa condizione ha messo quindi al riparo la maggior parte della clientela dall'esigenza di informarsi accuratamente riguardo la natura dei propri investimenti e il rischio associato alle diverse tipologie di prodotti finanziari, contribuendo a mantenere basso o nullo il livello di educazione finanziaria della popolazione.

La situazione italiana si dimostra oggi molto diversa da quella dei Paesi finanziariamente più evoluti, come USA e Gran Bretagna, in cui lo sviluppo dei mercati finanziari è accompagnato ormai da diversi anni dalla grande attenzione che gli operatori e gli intermediari prestano al tema dell'educazione finanziaria, con la realizzazione di iniziative rivolte al pubblico e ai più giovani.

Gli scandali finanziari degli scorsi anni e l'attuale mutevole andamento dei mercati, sebbene abbiano contribuito a elevare il livello di diffidenza e di attenzione dei risparmiatori nei confronti del mercato e degli strumenti finanziari in genere, non hanno generato nelle istituzioni e negli stessi risparmiatori una domanda forte di iniziative volte a diffondere una maggiore cultura finanziaria, prima vera tutela dei risparmiatori.

La crisi del settore finanziario e in particolare dell'industria dei fondi comuni, rafforzatasi nel biennio 2006-2007, ha tuttavia portato all'attenzione degli

intermediari e delle istituzioni italiane la necessità di dare avvio a iniziative di *education* rivolte al pubblico, in grado di trasmettere ai risparmiatori le nozioni di base riguardanti il risparmio, l'investimento - anche a scopo previdenziale⁶ - e l'utilizzo delle risorse finanziarie.

In seguito al rallentamento dell'economia globale e alla crisi dei mercati finanziari, unitasi in Italia all'avvento della riforma del sistema di previdenza complementare, le autorità di vigilanza e le associazioni di categoria del settore hanno iniziato a prestare una maggiore attenzione al tema dell'educazione finanziaria e a considerare più attentamente le sue potenzialità⁷ in termini di tutela del risparmiatore, il suo valore come leva di marketing e l'impatto generale che questa può avere sull'andamento reale del settore finanziario.

Nel corso dell'ultimo biennio si sono moltiplicate di conseguenza le iniziative realizzate con l'obiettivo di comunicare al pubblico l'importanza di un'efficiente allocazione dei risparmi, illustrare le opportunità offerte dalle nuove forme di previdenza complementare e mettere a disposizione della clientela un serie di strumenti didattici, utili ad acquistare maggiore familiarità con gli strumenti finanziari offerti sul mercato.

Le principali autorità di vigilanza del settore, tra cui Banca d'Italia e Consob, hanno provveduto ad aggiornare i propri siti web, mettendo a disposizione degli utenti sezioni dedicate alla formazione economico-finanziaria dei risparmiatori, con approfondimenti riguardo ai sistemi di pagamento, ai principali prodotti e servizi finanziari e alle novità introdotte con la riforma della previdenza complementare. Allo stesso modo, è stato intensificato nel corso degli ultimi mesi il dialogo con il pubblico e gli operatori del settore, con la partecipazione a eventi pubblici e attraverso un aumento della produzione di pubblicistica dedicata ai risparmiatori.

Il medesimo impegno è stato assunto anche da alcuni istituti bancari e dalle maggiori associazioni di categoria del settore, che hanno rafforzato le azioni di *education* rivolte alla clientela già intraprese in passato e

⁶ Bayer, Bernheim, Scholz: The Effects of Financial Education in the Workplace: Evidence from a Survey of Employers (Jun. 1996). "The study shows that individuals who have received financial education participate more frequently in, and make larger contributions to, employer 401(k) programs and have a significantly higher savings rate".

⁷ Francesco Vella - Docente ordinario di Diritto Commerciale presso l'Università di Bologna. "I mutui e l'ignoranza che costa cara" - La Voce.info, 23 Giugno 2008 - "[...] Sicuramente un programma di educazione finanziaria è destinato a offrire risultati soltanto nel lungo periodo, può essere costoso e non ha il glamour per conquistare le prime pagine dei giornali. Ma ci renderebbe tutti meno ignoranti in un campo dove il vecchio aforisma "la conoscenza è potere" conta e conta molto".

hanno realizzato nuove iniziative sul web, all'interno delle filiali e sul territorio.

L'Associazione Bancaria Italiana (ABI) ha inoltre consolidato il dialogo con i consumatori nell'ambito del progetto Consorzio PattiChiari, avviato nel 2003, che riunisce oltre l'80% degli istituti bancari nazionali e che si pone l'obiettivo di informare in modo semplice e immediato i risparmiatori riguardo le caratteristiche dei prodotti bancari e d'investimento. Il consorzio, durante i suoi 5 anni di attività, ha realizzato numerose iniziative e ha curato la creazione di una vasta gamma di strumenti di formazione a favore dei cittadini: solo per fare alcuni esempi, ha dato vita a un road show lungo la Penisola, a incontri formativi all'interno delle scuole medie e superiori e a collaborazioni con i media e le associazioni dei consumatori.

In questo scenario, Assogestioni si è distinta per aver curato tra il 2006 e il 2007 la realizzazione del primo sito *educational* in Italia interamente dedicato ai temi dell'investimento di medio-lungo periodo e della previdenza complementare, ideato per offrire ai risparmiatori la possibilità di apprendere i fondamenti della finanza e approfondire la conoscenza dei principali prodotti offerti sul mercato. Il sito, in occasione dell'entrata in vigore della riforma del sistema di previdenza complementare, è stato in seguito aggiornato nella grafica e nei contenuti, con la pubblicazione di una sezione *ad hoc* contenente testi propedeutici, materiale informativo, documentazione e strumenti utili a comprendere le novità introdotte dalla riforma.

In parallelo alla revisione del sito, Assogestioni ha lanciato una campagna informativa online (sui maggiori siti e motori di ricerca nazionali) e offline (sui principali quotidiani nazionali e sulla stampa specializzata), con l'obiettivo di illustrare le novità normative e le opportunità offerte ai lavoratori. La campagna pubblicitaria, composta da una decina di annunci *copyhead*, aveva l'obiettivo di comunicare ai risparmiatori le opportunità offerte dalla riforma e ricordare l'imminenza della scadenza imposta ai dipendenti per la scelta in merito alla destinazione del proprio TFR.

Le iniziative di *education* realizzate in concomitanza con l'attuazione della riforma del TFR sono state inoltre supportate dal lancio di 3 sondaggi, svolti nel corso del primo semestre del 2007 in collaborazione con l'istituto di ricerche Gfk-Eurisko; l'indagine, diffusa al pubblico alla fine di giugno, aveva l'obiettivo di monitorare la conoscenza della riforma e la natura delle scelte effettuate da parte dei lavoratori.

L'associazione, nello stesso periodo, ha inoltre incrementato il proprio impe-

gno editoriale, curando la produzione di pubblicazioni analitiche sul settore e la distribuzione di una brochure informativa, una guida sintetica alla riforma, in allegato ai principali settimanali finanziari.

Le pubblicazioni e il materiale informativo sono stati promossi nel corso dei principali eventi associativi e di settore, tra i quali l'Assemblea annuale di Assogestioni, l'Italian Trading Forum di Rimini e il Tutorisparmio, organizzato a Milano da Il Sole 24 Ore.

Assogestioni conduce il proprio impegno anche per mezzo di un'intensa e costante attività di stimolo nei confronti delle istituzioni, dei media e degli operatori del settore, per la diffusione di una maggiore consapevolezza finanziaria presso i risparmiatori, attraverso una molteplicità di canali e strumenti. Il dialogo con le associazioni e gli operatori esteri, nel corso di un incontro organizzato nel settembre del 2007 tra le 4 principali associazioni di categoria del settore in Europa (Inghilterra, Francia, Germania e Italia), completa infine il quadro dei rapporti intrecciati dall'associazione con l'obiettivo di sviluppare strumenti e iniziative sul tema, in linea con le tendenze del mercato e con le esperienze maturate in Paesi in cui l'educazione finanziaria è oggi un valore saldamente radicato nell'esperienza comune degli intermediari e degli investitori.

"Financial education 2.0": coinvolgimento diretto dei risparmiatori, in un programma formativo di lungo termine

Oggi è necessario fare un passo ulteriore, al di là dell'impegno degli operatori e delle associazioni di categoria. È opportuno indirizzare gli operatori e i risparmiatori verso un nuovo approccio, dando inizio a un'evoluzione dei metodi e delle iniziative pedagogiche realizzate sino ad ora.

Tra le numerose novità che hanno caratterizzato il settore del risparmio gestito, nel biennio 2006/2007, ve ne sono almeno due che hanno attirato l'attenzione degli osservatori: la graduale presa di coscienza di una crisi imminente e il trasferimento "dalle imprese alle piazze" della volontà di ricercare le più efficaci modalità per affrontarla.

Gli operatori che in passato avrebbero probabilmente affrontato questa crisi autonomamente, ciascuno all'interno della propria società, nel 2007 condividono le problematiche e si rivolgono a una più ampia gamma di *stakeholder*, per lanciare l'allarme e per cercare soluzioni.

Le stesse autorità di settore assumono oggi un ruolo diverso: a queste, infatti, è riconosciuta una funzione fondamentale nell'ambito dei programmi di *financial education*, secondo la comune convinzione (mutuata dall'esperienza estera) che uno degli aspetti più importanti sia la realizzazione di azioni concertate tra istituzioni pubbliche e imprese private, condotte sulla base di obiettivi di lungo termine condivisi e attraverso un "gioco di squadra" tutto a vantaggio del risparmiatore. Questa azione congiunta, infatti, ha già dimostrato la propria efficacia, moltiplicando il valore e le probabilità di successo delle iniziative di comunicazione⁸.

In ambito finanziario, tuttavia, l'impegno delle Autorità e degli operatori del settore non sembra essere sufficiente: affinché si inneschi anche in Italia un processo, graduale ma decisivo, che porti a una reale trasformazione dell'approccio degli italiani alle tematiche finanziarie, appare indispensabile un coinvolgimento diretto degli stessi risparmiatori, elemento pressoché assente nelle iniziative di *financial education* intraprese fino ad oggi.

Le indagini di mercato rivelano, infatti, che i risparmiatori non sono sicuri delle scelte finanziarie effettuate e ancor meno lo sono in merito al proprio futuro, che in parte dipende da tali scelte. È ancora elevato il numero di persone che non gestisce i propri interessi in modo efficace e che non provvede adeguatamente a ricercare soluzioni adatte a mettersi al riparo da possibili imprevisti e dai mutamenti della vita, preparandosi al momento della pensione. Le imprese del settore finanziario, per parte loro, non sembrano comprendere tutt'oggi le esigenze dei risparmiatori e i limiti della loro educazione in ambito finanziario.

In questo nuovo scenario non è più sufficiente una strategia basata su attività di "one way education", in cui al cliente/risparmiatore è richiesto solo di ricevere informazioni in modo passivo. Le esperienze straniere e quelle domestiche ci insegnano che occorre condurre il risparmiatore verso un atteggiamento "attivo" nei confronti delle tematiche economico-finanziarie, focalizzare i programmi educativi su temi semplici e concetti di base - che rappresentano le vere lacune degli investitori - e persuadere gli operatori a intraprendere azioni periodiche di *financial education* (non più episodiche).

A quest'ultimo proposito, ad esempio, appare paradossale il caso della campagna

⁸ John Tiner - Chief Executive, Financial Services Authority, UK. Dal documento "Building financial capability in the UK" - "[...]The best way to maximise the impact of the efforts of these organisations is to work together and towards similar objectives".

di comunicazione sul TFR, condotta dal Ministero del Lavoro: iniziata nei primi mesi del 2007, all'inizio di quest'anno si era già conclusa senza alcun seguito.

E' necessario, in conclusione, coinvolgere i risparmiatori in un percorso di apprendimento di medio-lungo termine, che a partire dall'esperienza scolastica sia in grado di fornire una cultura finanziaria sufficiente a comprendere le proprie esigenze di risparmio e di investimento, consentendo di operare scelte più consapevoli.

Se un approccio di questo tipo non verrà adottato, con l'aumento della complessità dei mercati e dei prodotti offerti i consumatori potranno essere portati a fare investimenti sempre meno efficienti, acquistando prodotti poco adatti alle proprie aspettative.

In modo speculare, invece, le imprese che operano nel settore finanziario potrebbero assistere a una graduale perdita di confidenza nei prodotti da parte dei potenziali clienti e ad un incremento graduale dei costi. Anche i regolatori del mercato soffrirebbero di questa mancanza, dovendo approntare interventi più drastici di quanto necessario.

Appendice 1

DATI E TAVOLE STATISTICHE

OICR aperti di diritto italiano e estero - patrimonio - 2007

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	178.671	182.472	172.288	157.683	
AZ. ITALIA	17.635	17.782	15.301	13.221	
AZ. AREA EURO	10.706	11.095	10.081	8.879	
AZ. EUROPA	54.432	55.468	50.942	45.040	
AZ. AMERICA	25.110	25.258	23.362	20.295	
AZ. PACIFICO	20.065	19.631	19.586	18.328	
AZ. PAESI EMERGENTI	12.999	14.430	15.775	17.703	
AZ. PAESE	7.272	7.881	7.878	7.321	
AZ. INTERNAZIONALI	16.964	17.556	16.214	14.970	
AZ. ENERGIA E M.P.	1.403	1.771	1.882	1.813	
AZ. INDUSTRIA	501	525	478	455	
AZ. BENI CONSUMO	969	940	865	769	
AZ. SALUTE	1.124	1.000	969	814	
AZ. FINANZA	1.658	1.498	1.329	1.053	
AZ. INFORMATICA	1.371	1.421	1.380	1.227	
AZ. SERV. TELECOM.	424	390	405	377	
AZ. SERV. PUBBL. UT.	716	810	746	747	
AZ. ALTRI SETTORI	2.092	1.955	1.911	1.625	
AZ. ALTRE SPECIAL.	3.231	3.058	3.186	3.046	
BILANCIATI	42.425	41.204	38.796	35.814	
BILANCIATI AZIONARI	1.985	2.146	1.804	1.603	
BILANCIATI	22.519	22.061	19.727	18.413	
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	17.920	16.997	17.265	15.798	
OBBLIGAZIONARI	254.241	244.557	230.149	218.792	
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	65.049	59.601	56.654	54.010	
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	67.847	63.921	63.905	61.527	
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	7.921	7.257	6.686	6.048	
OBBL. EURO HIGH YIELD	2.163	2.566	2.513	2.029	
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	857	898	862	864	
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	2.508	2.440	2.196	2.287	
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	203	194	199	189	
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	313	293	261	247	
OBBL. INT.LI GOV.	10.633	9.238	8.712	7.850	
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	931	917	855	861	
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	1.649	1.879	1.295	1.119	
OBBL. YEN	853	701	610	561	
OBBL. PAESI EMERGENTI	6.155	6.233	5.959	5.519	
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	32.959	33.233	29.639	28.728	
OBBL. MISTI	25.931	24.560	23.191	21.620	
OBBL. FLESSIBILI	28.269	30.624	26.615	25.333	
FONDI DI LIQUIDITA'	86.875	87.341	97.080	98.154	
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	85.956	86.312	96.049	97.209	
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	760	833	779	690	
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	5	4	0	1	
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	154	192	251	254	
FLESSIBILI	64.762	73.484	73.695	71.404	
FONDI HEDGE	30.824	33.935	35.420	36.479	
TOTALE	657.799	662.994	647.427	618.325	

OICR aperti di diritto italiano e estero - patrimonio - 2007

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

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007
AZIONARI	178.195	181.975	171.779	157.167
AZ. ITALIA	17.635	17.782	15.301	13.221
AZ. AREA EURO	10.706	11.095	10.081	8.879
AZ. EUROPA	54.369	55.399	50.876	44.975
AZ. AMERICA	25.107	25.256	23.359	20.290
AZ. PACIFICO	20.060	19.626	19.581	18.322
AZ. PAESI EMERGENTI	12.999	14.430	15.775	17.703
AZ. PAESE	7.272	7.881	7.878	7.321
AZ. INTERNAZIONALI	16.558	17.136	16.103	14.846
AZ. ENERGIA E M.P.	1.403	1.771	1.882	1.813
AZ. INDUSTRIA	501	525	478	455
AZ. BENI CONSUMO	969	940	865	769
AZ. SALUTE	1.124	1.000	969	814
AZ. FINANZA	1.658	1.498	1.329	1.053
AZ. INFORMATICA	1.371	1.421	1.380	1.227
AZ. SERV. TELECOM.	424	390	405	377
AZ. SERV. PUBBL. UT.	716	810	746	747
AZ. ALTRI SETTORI	2.092	1.955	1.911	1.625
AZ. ALTRE SPECIAL.	3.231	3.058	2.862	2.729
BILANCIATI	41.223	40.031	37.252	34.318
BILANCIATI AZIONARI	1.985	2.146	1.804	1.603
BILANCIATI	21.653	21.225	19.655	18.342
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	17.584	16.659	15.793	14.373
OBBLIGAZIONARI	249.544	240.087	226.284	214.957
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	63.884	58.509	56.654	54.010
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	67.372	63.420	63.213	60.884
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	7.921	7.257	6.686	6.048
OBBL. EURO HIGH YIELD	2.163	2.566	2.513	2.029
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	857	898	862	864
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	2.508	2.440	2.196	2.287
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	203	194	199	189
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	313	293	261	247
OBBL. INT.LI GOV.	10.530	9.186	8.660	7.798
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	807	795	790	817
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	1.649	1.879	1.295	1.119
OBBL. YEN	853	701	610	561
OBBL. PAESI EMERGENTI	6.155	6.233	5.959	5.519
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	32.161	32.440	28.055	27.130
OBBL. MISTI	25.868	24.494	23.191	21.620
OBBL. FLESSIBILI	26.300	28.781	25.142	23.837
FONDI DI LIQUIDITA'	85.808	86.131	96.068	97.476
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	84.889	85.102	95.038	96.531
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	760	833	779	690
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	5	4	0	1
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	154	192	251	254
FLESSIBILI	63.561	72.085	71.812	69.443
TOTALE	618.329	620.309	603.195	573.361

OICR aperti di diritto italiano e estero - patrimonio - 2007

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

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007
AZIONARI	476	497	509	516
AZ. EUROPA	63	69	67	65
AZ. AMERICA	3	3	3	5
AZ. PACIFICO	4	5	5	6
AZ. INTERNAZIONALI	405	421	111	124
AZ. ALTRE SPECIAL.	323	317		
BILANCIATI	1.203	1.173	1.544	1.496
BILANCIATI	866	835	72	71
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	336	338	1.471	1.425
OBBLIGAZIONARI	4.697	4.470	3.865	3.834
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	1.165	1.092	0	
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	475	501	692	643
OBBL. INT.LI GOV.	104	52	52	53
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	123	122	64	44
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	798	794	1.584	1.598
OBBL. MISTI	63	66	0	
OBBL. FLESSIBILI	1.970	1.843	1.473	1.496
FONDI DI LIQUIDITA'	1.068	1.210	1.012	678
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	1.068	1.210	1.012	678
FLESSIBILI	1.201	1.399	1.883	1.961
TOTALE	8.645	8.750	8.812	8.485

OICR aperti di diritto italiano e estero - patrimonio - 2007

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

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007
FONDI HEDGE	30.824	33.935	35.420	36.479
TOTALE	30.824	33.935	35.420	36.479

OICR aperti di diritto italiano e estero - patrimonio - 2007

Dettaglio dei Fondi Italiani - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007
AZIONARI	68.945	67.034	61.008	54.458
AZ. ITALIA	12.623	12.648	10.738	9.359
AZ. AREA EURO	4.455	4.473	4.039	3.686
AZ. EUROPA	19.228	19.171	17.801	15.707
AZ. AMERICA	6.219	5.710	5.049	4.406
AZ. PACIFICO	7.361	6.652	6.266	5.455
AZ. PAESI EMERGENTI	4.048	4.187	4.365	4.506
AZ. PAESE	1.247	1.147	1.154	1.132
AZ. INTERNAZIONALI	10.189	9.893	8.733	7.886
AZ. ENERGIA E M.P.	322	322	300	247
AZ. BENI CONSUMO	127	117	105	73
AZ. SALUTE	322	292	254	204
AZ. FINANZA	375	328	275	191
AZ. INFORMATICA	744	701	676	561
AZ. SERV. TELECOM.	133	135	126	114
AZ. ALTRI SETTORI	384	335	251	195
AZ. ALTRE SPECIAL.	1.169	923	875	737
BILANCIATI	33.516	32.499	28.658	26.110
BILANCIATI AZIONARI	1.489	1.617	1.336	1.213
BILANCIATI	17.820	17.184	14.759	13.430
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	14.207	13.698	12.564	11.467
OBBLIGAZIONARI	125.244	114.789	104.832	99.094
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	50.782	45.991	41.760	40.382
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	21.013	19.046	19.144	17.982
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	4.287	3.887	3.424	2.997
OBBL. EURO HIGH YIELD	596	636	478	395
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	425	447	401	392
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	752	723	695	743
OBBL. INT.LI GOV.	4.189	3.603	3.375	2.990
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	781	776	726	735
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	379	459	391	351
OBBL. YEN	157	135	105	86
OBBL. PAESI EMERGENTI	2.650	2.441	2.231	2.078
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	7.770	7.467	6.379	6.078
OBBL. MISTI	22.070	20.214	19.122	17.811
OBBL. FLESSIBILI	9.393	8.963	6.601	6.073
FONDI DI LIQUIDITA'	66.339	66.330	70.241	71.413
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	66.339	66.330	70.241	71.413
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	0			
FLESSIBILI	40.276	42.624	43.004	41.951
FONDI HEDGE	24.340	26.994	28.431	29.316
TOTALE	358.661	350.269	336.174	322.342

OICR aperti di diritto italiano e estero - patrimonio - 2007

Dettaglio dei Fondi Roundtrip - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007
AZIONARI	70.487	72.333	68.690	62.932
AZ. ITALIA	3.260	3.285	3.002	2.698
AZ. AREA EURO	1.677	1.865	1.928	1.894
AZ. EUROPA	26.229	26.579	24.040	21.041
AZ. AMERICA	14.682	14.956	14.008	12.135
AZ. PACIFICO	8.283	8.104	7.743	7.398
AZ. PAESI EMERGENTI	4.305	5.062	5.642	6.652
AZ. PAESE	1.651	1.746	1.966	1.903
AZ. INTERNAZIONALI	4.103	4.710	4.276	3.767
AZ. ENERGIA E M.P.	518	650	586	527
AZ. INDUSTRIA	421	419	389	369
AZ. BENI CONSUMO	654	603	550	490
AZ. SALUTE	444	306	334	271
AZ. FINANZA	1.026	902	840	735
AZ. INFORMATICA	455	526	514	477
AZ. SERV. TELECOM.	93	98	103	84
AZ. SERV. PUBBL. UT.	131	107	114	133
AZ. ALTRI SETTORI	984	883	942	796
AZ. ALTRE SPECIAL.	1.570	1.531	1.714	1.563
BILANCIATI	5.069	4.905	6.415	6.095
BILANCIATI AZIONARI	271	294	273	251
BILANCIATI	1.646	1.832	1.911	1.954
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	3.153	2.780	4.230	3.890
OBBLIGAZIONARI	94.844	94.873	94.340	91.537
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	11.206	10.519	10.964	10.454
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	41.120	39.765	39.868	38.974
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	2.664	2.539	2.477	2.329
OBBL. EURO HIGH YIELD	718	926	1.241	1.018
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	380	397	381	406
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.444	1.347	1.215	1.181
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	14	14	13	15
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	185	160	136	134
OBBL. INT.LI GOV.	4.191	3.536	3.431	3.149
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	80	82	74	67
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	957	1.036	575	510
OBBL. YEN	476	380	348	330
OBBL. PAESI EMERGENTI	2.126	2.170	2.244	1.955
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	17.580	17.737	16.439	16.271
OBBL. MISTI	1.270	1.727	1.605	1.832
OBBL. FLESSIBILI	10.432	12.537	13.328	12.913
FONDI DI LIQUIDITA'	12.384	11.923	13.944	14.867
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	12.003	11.500	13.555	14.541
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	381	423	388	326
FLESSIBILI	15.914	18.976	19.640	19.343
FONDI HEDGE	6.443	6.884	6.963	7.143
TOTALE	205.142	209.895	209.991	201.918

OICR aperti di diritto italiano e estero - patrimonio - 2007

Dettaglio dei Fondi Esteri - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007
AZIONARI	39.239	43.105	42.590	40.293
AZ. ITALIA	1.753	1.850	1.561	1.164
AZ. AREA EURO	4.573	4.757	4.113	3.300
AZ. EUROPA	8.975	9.718	9.101	8.292
AZ. AMERICA	4.209	4.592	4.305	3.754
AZ. PACIFICO	4.421	4.875	5.576	5.475
AZ. PAESI EMERGENTI	4.646	5.180	5.767	6.545
AZ. PAESE	4.373	4.989	4.758	4.287
AZ. INTERNAZIONALI	2.672	2.953	3.205	3.317
AZ. ENERGIA E M.P.	563	798	995	1.038
AZ. INDUSTRIA	81	106	89	85
AZ. BENI CONSUMO	188	220	210	206
AZ. SALUTE	358	403	382	339
AZ. FINANZA	257	267	214	127
AZ. INFORMATICA	173	194	190	189
AZ. SERV. TELECOM.	198	157	176	179
AZ. SERV. PUBBL. UT.	585	703	632	615
AZ. ALTRI SETTORI	724	738	718	634
AZ. ALTRE SPECIAL.	492	604	597	746
BILANCIATI	3.840	3.800	3.723	3.608
BILANCIATI AZIONARI	226	236	195	139
BILANCIATI	3.054	3.045	3.057	3.029
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	560	519	471	440
OBBLIGAZIONARI	34.153	34.896	30.978	28.160
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	3.061	3.091	3.929	3.174
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	5.714	5.110	4.893	4.572
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	971	832	785	722
OBBL. EURO HIGH YIELD	850	1.004	794	616
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	52	53	80	66
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	311	370	286	362
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	189	180	186	174
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	128	134	125	113
OBBL. INT.LI GOV.	2.253	2.099	1.906	1.711
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	69	59	54	58
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	313	384	329	259
OBBL. YEN	219	186	157	145
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.378	1.621	1.484	1.486
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	7.610	8.029	6.821	6.378
OBBL. MISTI	2.590	2.619	2.464	1.977
OBBL. FLESSIBILI	8.444	9.124	6.685	6.347
FONDI DI LIQUIDITA'	8.152	9.087	12.895	11.874
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	7.613	8.481	12.253	11.255
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	379	410	391	363
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	5	4	0	1
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	154	192	251	254
FLESSIBILI	8.571	11.885	11.051	10.111
FONDI HEDGE	41	57	26	19
TOTALE	93.996	102.830	101.263	94.065

OICR aperti di diritto italiano e estero - raccolta netta - 2007

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	-4.492	-4.794	-6.391	-8.647	-24.323
AZ. ITALIA	-346	-571	-986	-1.074	-2.977
AZ. AREA EURO	55	-100	-516	-1.043	-1.605
AZ. EUROPA	-719	-1.662	-2.574	-4.424	-9.379
AZ. AMERICA	-1.281	-925	-1.059	-1.706	-4.971
AZ. PACIFICO	-703	-1.041	-560	-370	-2.674
AZ. PAESI EMERGENTI	-608	-157	197	1.404	836
AZ. PAESE	-3	56	-232	-204	-383
AZ. INTERNAZIONALI	-1.042	-10	-725	-534	-2.310
AZ. ENERGIA E M.P.	-147	194	80	-90	37
AZ. INDUSTRIA	7	-14	-36	2	-42
AZ. BENI CONSUMO	19	-49	-32	-52	-114
AZ. SALUTE	-24	-177	0	-105	-306
AZ. FINANZA	-123	-127	-56	-124	-430
AZ. INFORMATICA	-130	-42	-57	-80	-308
AZ. SERV. TELECOM.	-11	-43	11	-26	-69
AZ. SERV. PUBBL. UT.	118	63	-36	-2	143
AZ. ALTRI SETTORI	89	-129	-12	-181	-233
AZ. ALTRE SPECIAL.	358	-60	204	-39	463
BILANCIATI	-1.679	-1.817	-1.566	-2.169	-7.230
BILANCIATI AZIONARI	-68	30	-103	-165	-307
BILANCIATI	-570	-959	-1.811	-1.047	-4.387
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-1.040	-888	348	-957	-2.537
OBBLIGAZIONARI	-10.020	-8.303	-15.606	-13.275	-47.205
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-7.211	-5.439	-2.698	-2.900	-18.248
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-3.329	-2.781	-1.936	-2.792	-10.839
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	-463	-596	-617	-652	-2.328
OBBL. EURO HIGH YIELD	455	384	-327	-347	165
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	-77	44	-23	18	-37
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	24	-11	-216	80	-122
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-30	-9	3	-13	-50
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	15	-20	-22	-4	-32
OBBL. INT.LI GOV.	740	-870	-541	-812	-1.483
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	14	-12	-68	2	-64
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	262	223	-143	-143	200
OBBL. YEN	-40	-91	-109	-49	-289
OBBL. PAESI EMERGENTI	12	150	-244	-466	-548
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-529	364	-3.310	-919	-4.395
OBBL. MISTI	-823	-1.472	-1.438	-1.880	-5.613
OBBL. FLESSIBILI	960	1.834	-3.918	-2.400	-3.524
FONDI DI LIQUIDITA'	-2.240	-69	8.779	1.432	7.902
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	-2.141	-203	8.781	1.446	7.884
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	-91	88	-21	-68	-92
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	-12	-1	-3	1	-16
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	5	47	21	52	125
FLESSIBILI	7.993	6.259	-44	-1.615	12.592
FONDI HEDGE	1.325	2.037	2.197	293	5.852
TOTALE	-9.112	-6.687	-12.631	-23.982	-52.412

OICR aperti di diritto italiano e estero - raccolta netta - 2007

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

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	-4.463	-4.792	-6.393	-8.667	-24.315
AZ. ITALIA	-346	-571	-986	-1.074	-2.977
AZ. AREA EURO	55	-100	-516	-1.043	-1.605
AZ. EUROPA	-719	-1.664	-2.574	-4.424	-9.381
AZ. AMERICA	-1.280	-924	-1.060	-1.708	-4.972
AZ. PACIFICO	-682	-1.040	-560	-372	-2.654
AZ. PAESI EMERGENTI	-608	-157	197	1.404	836
AZ. PAESE	-3	56	-232	-204	-383
AZ. INTERNAZIONALI	-1.036	-6	-417	-551	-2.009
AZ. ENERGIA E M.P.	-147	194	80	-90	37
AZ. INDUSTRIA	7	-14	-36	2	-42
AZ. BENI CONSUMO	19	-49	-32	-52	-114
AZ. SALUTE	-24	-177	0	-105	-306
AZ. FINANZA	-123	-127	-56	-124	-430
AZ. INFORMATICA	-130	-42	-57	-80	-308
AZ. SERV. TELECOM.	-11	-43	11	-26	-69
AZ. SERV. PUBBL. UT.	118	63	-36	-2	143
AZ. ALTRI SETTORI	89	-129	-12	-181	-233
AZ. ALTRE SPECIAL.	358	-60	-106	-39	153
BILANCIATI	-1.628	-1.762	-1.828	-2.184	-7.403
BILANCIATI AZIONARI	-68	30	-103	-165	-307
BILANCIATI	-568	-905	-971	-1.046	-3.490
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-991	-888	-754	-973	-3.606
OBBLIGAZIONARI	-9.775	-8.129	-14.973	-13.210	-46.088
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-7.143	-5.427	-1.605	-2.900	-17.074
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-3.312	-2.812	-2.119	-2.738	-10.980
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	-463	-596	-617	-652	-2.328
OBBL. EURO HIGH YIELD	455	384	-327	-347	165
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	-77	44	-23	18	-37
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	24	-11	-216	80	-122
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-30	-9	3	-13	-50
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	15	-20	-22	-4	-32
OBBL. INT.LI GOV.	740	-819	-541	-812	-1.431
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	64	-12	-9	23	66
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	262	223	-143	-143	200
OBBL. YEN	-40	-91	-109	-49	-289
OBBL. PAESI EMERGENTI	12	150	-244	-466	-548
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-528	366	-4.093	-917	-5.173
OBBL. MISTI	-823	-1.472	-1.371	-1.880	-5.546
OBBL. FLESSIBILI	1.068	1.972	-3.538	-2.412	-2.909
FONDI DI LIQUIDITA'	-2.036	-203	8.990	1.771	8.522
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	-1.937	-336	8.992	1.786	8.505
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	-91	88	-21	-68	-92
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	-12	-1	-3	1	-16
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	5	47	21	52	125
FLESSIBILI	8.015	6.148	-523	-1.632	12.008
TOTALE	-9.886	-8.738	-14.728	-23.923	-57.275

OICR aperti di diritto italiano e estero - raccolta netta - 2007

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

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	-29	-2	2	20	-8
AZ. EUROPA	0	2	0	0	2
AZ. AMERICA	-1	0	0	2	1
AZ. PACIFICO	-22	0	0	2	-20
AZ. INTERNAZIONALI	-6	-3	-308	17	-301
AZ. ALTRE SPECIAL.	310	0	310		
BILANCIATI	-51	-55	263	15	172
BILANCIATI	-2	-54	-840	-1	-897
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-49	0	1.102	16	1.069
OBBLIGAZIONARI	-245	-174	-633	-65	-1.117
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-68	-12	-1.093	-1.173	
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-18	31	183	-54	141
OBBL. INT.LI GOV.	0	-52	0	0	-52
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	-50	0	-59	-21	-130
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-1	-2	783	-2	778
OBBL. MISTI	1	0	-67	-67	
OBBL. FLESSIBILI	-108	-139	-380	12	-615
FONDI DI LIQUIDITA'	-204	134	-211	-339	-621
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	-204	134	-211	-339	-621
FLESSIBILI	-22	111	479	17	584
TOTALE	-551	14	-100	-352	-990

OICR aperti di diritto italiano e estero - raccolta netta - 2007

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

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
FONDI HEDGE	1.325	2.037	2.197	293	5.852
TOTALE	1.325	2.037	2.197	293	5.852

OICR aperti di diritto italiano e estero - raccolta netta - 2007

Dettaglio dei Fondi Italiani - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	-5.194	-4.305	-4.196	-4.265	-17.960
AZ. ITALIA	-551	-456	-843	-843	-2.722
AZ. AREA EURO	-71	-23	-262	-262	-645
AZ. EUROPA	-1.251	-1.017	-1.085	-1.085	-4.913
AZ. AMERICA	-925	-690	-482	-482	-2.495
AZ. PACIFICO	-943	-760	-404	-404	-2.514
AZ. PAESI EMERGENTI	-541	-297	-58	-58	-759
AZ. PAESE	-80	-166	-92	-92	-353
AZ. INTERNAZIONALI	-937	-613	-803	-803	-2.832
AZ. ENERGIA E M.P.	-57	-31	-6	-6	-147
AZ. BENI CONSUMO	-24	-10	-7	-7	-69
AZ. SALUTE	-45	-37	-27	-27	-150
AZ. FINANZA	-36	-50	-23	-23	-169
AZ. INFORMATICA	-87	-90	-32	-32	-299
AZ. SERV. TELECOM.	-8	-6	-10	-10	-35
AZ. ALTRI SETTORI	-22	-47	-45	-45	-164
AZ. ALTRE SPECIAL.	385	-11	-18	-18	304
BILANCIATI	-1.862	-1.762	-2.803	-2.118	-8.545
BILANCIATI AZIONARI	-96	12	-53	-53	-218
BILANCIATI	-823	-984	-1.732	-1.732	-4.609
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-943	-791	-1.018	-1.018	-3.718
OBBLIGAZIONARI	-8.971	-9.729	-10.809	-6.132	-35.641
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-4.998	-4.799	-3.702	-3.702	-15.124
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-1.388	-1.703	-1.205	-1.205	-5.586
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	-406	-384	-469	-469	-1.685
OBBL. EURO HIGH YIELD	101	40	-149	-149	-83
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	-51	24	-36	-36	-64
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-64	-16	-18	-18	-49
OBBL. INT.LI GOV.	-502	-489	-212	-212	-1.557
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	14	-6	-52	-52	-39
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	118	84	-67	-67	98
OBBL. YEN	-22	-7	-33	-33	-82
OBBL. PAESI EMERGENTI	-56	-169	-215	-215	-606
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-516	-265	-1.047	-1.047	-2.149
OBBL. MISTI	-1.191	-1.584	-1.209	-1.209	-5.284
OBBL. FLESSIBILI	-7	-456	-2.396	-2.396	-3.432
FONDI DI LIQUIDITA'	-877	-475	3.416	679	2.743
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	-875	-475	3.416	3.416	2.745
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	-2	-2			
FLESSIBILI	1.239	1.117	-140	-853	1.364
FONDI HEDGE	1.148	1.796	1.984	251	5.179
TOTALE	-14.517	-13.358	-12.547	-12.438	-52.860

OICR aperti di diritto italiano e estero - raccolta netta - 2007

Dettaglio dei Fondi Roundtrip - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	-322	-1.647	-1.617	-2.811	-6.397
AZ. ITALIA	21	-89	-104	-104	-317
AZ. AREA EURO	-5	60	128	128	180
AZ. EUROPA	194	-987	-1.093	-1.093	-3.957
AZ. AMERICA	-289	-352	-470	-470	-2.050
AZ. PACIFICO	13	-315	-269	-269	-619
AZ. PAESI EMERGENTI	55	212	213	213	1.379
AZ. PAESE	-9	-70	63	63	12
AZ. INTERNAZIONALI	-60	401	-266	-266	-158
AZ. ENERGIA E M.P.	-25	72	-71	-71	-64
AZ. INDUSTRIA	8	-37	-21	-21	-44
AZ. BENI CONSUMO	10	-66	-25	-25	-112
AZ. SALUTE	14	-144	39	39	-131
AZ. FINANZA	-58	-91	-3	-3	-162
AZ. INFORMATICA	-24	38	-21	-21	-12
AZ. SERV. TELECOM.	-18	-2	5	5	-27
AZ. SERV. PUBBL. UT.	24	-25	8	8	25
AZ. ALTRI SETTORI	-39	-117	67	67	-194
AZ. ALTRE SPECIAL.	-136	-135	205	205	-146
BILANCIATI	10	117	1.409	116	1.653
BILANCIATI AZIONARI	7	17	-17	-17	-7
BILANCIATI	48	153	10	10	304
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-45	-53	1.416	1.416	1.355
OBBLIGAZIONARI	-2.745	534	-1.477	-3.412	-7.100
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-2.421	-716	241	241	-3.382
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-1.470	-551	-488	-488	-3.714
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	-18	-101	-51	-51	-341
OBBL. EURO HIGH YIELD	188	211	-53	-53	228
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	-16	18	-3	-3	31
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	60	-64	-119	-119	-164
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-2	0	-1	-1	-1
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	0	-25	-17	-17	-38
OBBL. INT.LI GOV.	1.313	-283	-153	-153	639
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	3	2	-8	-8	-8
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	86	88	-48	-48	75
OBBL. YEN	-28	-68	-42	-42	-161
OBBL. PAESI EMERGENTI	9	72	81	81	-120
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-966	111	-1.441	-1.441	-2.535
OBBL. MISTI	47	114	-129	-129	-113
OBBL. FLESSIBILI	470	1.723	754	754	2.506
FONDI DI LIQUIDITA'	-1.143	-590	2.004	824	1.094
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	-1.056	-633	2.021	2.021	1.211
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	-87	43	-18	-18	-116
FLESSIBILI	3.969	2.219	796	-73	6.912
FONDI HEDGE	177	224	243	41	685
TOTALE	-53	858	1.358	-5.315	-3.153

OICR aperti di diritto italiano e estero - raccolta netta - 2007

Dettaglio dei Fondi Esteri - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	1.024	1.158	-578	-1.571	34
AZ. ITALIA	185	-25	-39	-39	61
AZ. AREA EURO	131	-137	-383	-383	-1.140
AZ. EUROPA	338	341	-395	-395	-509
AZ. AMERICA	-67	118	-107	-107	-426
AZ. PACIFICO	226	34	112	112	459
AZ. PAESI EMERGENTI	-122	-71	42	42	215
AZ. PAESE	85	292	-203	-203	-42
AZ. INTERNAZIONALI	-45	202	345	345	679
AZ. ENERGIA E M.P.	-65	153	157	157	247
AZ. INDUSTRIA	-1	23	-15	-15	2
AZ. BENI CONSUMO	33	27	1	1	67
AZ. SALUTE	7	4	-13	-13	-25
AZ. FINANZA	-29	14	-30	-30	-99
AZ. INFORMATICA	-19	10	-4	-4	2
AZ. SERV. TELECOM.	15	-35	16	16	-8
AZ. SERV. PUBBL. UT.	94	88	-44	-44	119
AZ. ALTRI SETTORI	149	35	-34	-34	126
AZ. ALTRE SPECIAL.	108	85	17	17	305
BILANCIATI	173	-172	-172	-167	-339
BILANCIATI AZIONARI	21	1	-34	-34	-82
BILANCIATI	204	-128	-89	-89	-82
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-52	-45	-49	-49	-174
OBBLIGAZIONARI	1.696	892	-3.320	-3.731	-4.463
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	208	75	763	763	258
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-471	-527	-243	-243	-1.539
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	-38	-111	-97	-97	-302
OBBL. EURO HIGH YIELD	167	133	-125	-125	20
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	-10	2	16	16	-4
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	28	69	-78	-78	92
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-28	-9	4	4	-49
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	15	5	-6	-6	6
OBBL. INT.LI GOV.	-71	-99	-175	-175	-564
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	-3	-8	-8	-8	-16
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	59	51	-27	-27	28
OBBL. YEN	10	-17	-34	-34	-47
OBBL. PAESI EMERGENTI	58	246	-110	-110	178
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	953	519	-822	-822	290
OBBL. MISTI	322	-2	-100	-100	-215
OBBL. FLESSIBILI	497	567	-2.276	-2.276	-2.598
FONDI DI LIQUIDITA'	-219	996	3.359	-71	4.064
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	-209	905	3.344	3.344	3.928
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	-2	44	-3	-3	26
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	-12	-1	-3	-3	-16
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	5	47	21	21	125
FLESSIBILI	2.785	2.922	-701	-689	4.317
FONDI HEDGE	0	17	-29	0	-13
TOTALE	5.458	5.813	-1.442	-6.229	3.601

OICR aperti di diritto italiano e estero - raccolta lorda - 2007

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	31.439	35.934	30.819	29.565	127.757
AZ. ITALIA	2.137	1.797	1.212	1.137	6.284
AZ. AREA EURO	2.097	1.866	1.676	1.038	6.677
AZ. EUROPA	9.181	9.939	8.206	5.876	33.202
AZ. AMERICA	4.318	7.206	5.849	5.174	22.548
AZ. PACIFICO	4.013	4.691	4.625	4.962	18.292
AZ. PAESI EMERGENTI	2.500	2.889	3.406	5.368	14.164
AZ. PAESE	1.908	1.678	1.406	1.741	6.733
AZ. INTERNAZIONALI	2.006	2.212	1.463	1.726	7.407
AZ. ENERGIA E M.P.	353	791	740	633	2.517
AZ. INDUSTRIA	108	249	122	131	610
AZ. BENI CONSUMO	296	508	335	281	1.420
AZ. SALUTE	243	261	215	196	916
AZ. FINANZA	312	466	343	303	1.424
AZ. INFORMATICA	135	169	99	146	548
AZ. SERV. TELECOM.	109	51	87	71	319
AZ. SERV. PUBBL. UT.	242	230	81	126	678
AZ. ALTRI SETTORI	650	625	437	377	2.090
AZ. ALTRE SPECIAL.	829	306	516	277	1.928
BILANCIATI	5.610	2.711	3.124	1.788	13.233
BILANCIATI AZIONARI	329	269	152	78	828
BILANCIATI	2.964	1.345	836	1.059	6.203
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	2.317	1.097	2.137	651	6.201
OBBLIGAZIONARI	48.564	33.791	34.016	27.941	144.312
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	8.032	5.097	6.966	6.617	26.712
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	14.643	8.785	8.956	8.357	40.742
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	871	609	555	436	2.472
OBBL. EURO HIGH YIELD	711	640	413	188	1.953
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	127	173	157	159	616
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	526	318	249	475	1.568
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	10	119	5	16	150
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	47	50	21	31	149
OBBL. INT.LI GOV.	3.089	846	1.036	1.000	5.971
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	171	90	86	127	474
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	627	505	192	115	1.439
OBBL. YEN	134	97	82	48	361
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.012	1.149	998	784	3.943
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	8.758	6.472	6.658	4.961	26.849
OBBL. MISTI	3.364	1.977	1.416	1.027	7.784
OBBL. FLESSIBILI	6.442	6.865	6.224	3.600	23.131
FONDI DI LIQUIDITA'	21.899	17.863	26.358	22.574	88.694
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	21.484	17.250	25.935	22.283	86.951
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	287	430	272	193	1.182
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	1	0	0	1	3
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	127	183	151	98	558
FLESSIBILI	16.039	14.459	9.912	8.807	49.217
FONDI HEDGE	4.560	3.183	3.287	1.805	12.836
TOTALE	128.111	107.941	107.516	92.480	436.048

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - raccolta lorda - 2007

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

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	31.432	35.927	30.509	29.540	127.407
AZ. ITALIA	2.137	1.797	1.212	1.137	6.284
AZ. AREA EURO	2.097	1.866	1.676	1.038	6.677
AZ. EUROPA	9.181	9.937	8.206	5.876	33.200
AZ. AMERICA	4.318	7.206	5.849	5.172	22.545
AZ. PACIFICO	4.013	4.691	4.625	4.961	18.290
AZ. PAESI EMERGENTI	2.500	2.889	3.406	5.368	14.164
AZ. PAESE	1.908	1.678	1.406	1.741	6.733
AZ. INTERNAZIONALI	1.999	2.207	1.463	1.705	7.374
AZ. ENERGIA E M.P.	353	791	740	633	2.517
AZ. INDUSTRIA	108	249	122	131	610
AZ. BENI CONSUMO	296	508	335	281	1.420
AZ. SALUTE	243	261	215	196	916
AZ. FINANZA	312	466	343	303	1.424
AZ. INFORMATICA	135	169	99	146	548
AZ. SERV. TELECOM.	109	51	87	71	319
AZ. SERV. PUBBL. UT.	242	230	81	126	678
AZ. ALTRI SETTORI	650	625	437	377	2.090
AZ. ALTRE SPECIAL.	829	306	206	277	1.618
BILANCIATI	5.595	2.708	1.746	1.772	11.821
BILANCIATI AZIONARI	329	269	152	78	828
BILANCIATI	2.955	1.342	835	1.059	6.192
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	2.311	1.097	759	635	4.802
OBBLIGAZIONARI	48.524	33.715	30.894	27.823	140.956
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	8.029	5.096	6.966	6.617	26.708
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	14.610	8.710	8.770	8.306	40.396
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	871	609	555	436	2.472
OBBL. EURO HIGH YIELD	711	640	413	188	1.953
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	127	173	157	159	616
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	526	318	249	475	1.568
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	10	119	5	16	150
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	47	50	21	31	149
OBBL. INT.LI GOV.	3.089	846	1.036	1.000	5.971
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	171	90	85	91	437
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	627	505	192	115	1.439
OBBL. YEN	134	97	82	48	361
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.012	1.149	998	784	3.943
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	8.756	6.472	5.083	4.961	25.272
OBBL. MISTI	3.363	1.977	1.416	1.027	7.783
OBBL. FLESSIBILI	6.440	6.865	4.864	3.569	21.738
FONDI DI LIQUIDITA'	21.681	17.358	26.285	22.397	87.721
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	21.266	16.745	25.862	22.105	85.978
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	287	430	272	193	1.182
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	1	0	0	1	3
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	127	183	151	98	558
FLESSIBILI	15.978	14.335	9.060	8.726	48.099
TOTALE	123.212	104.043	98.493	90.256	416.004

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - raccolta lorda - 2007

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

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	7	7	310	25	350
AZ. EUROPA	0	2	0	0	2
AZ. AMERICA	0	0	0	3	3
AZ. PACIFICO	0	0	0	2	2
AZ. INTERNAZIONALI	7	5	0	21	3
AZ. ALTRE SPECIAL.	310	0	31		
BILANCIATI	14	3	1.378	16	1.412
BILANCIATI	9	3	0	0	12
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	6	0	1.378	16	1.40
OBBLIGAZIONARI	40	76	3.122	119	3.356
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	2	1	0		
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	33	75	186	52	34
OBBL. INT.LI GOV.	0	0	0	0	
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	0	0	1	36	3
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	2	0	1.575	0	1.57
OBBL. MISTI	1	0	0	1	
OBBL. FLESSIBILI	2	0	1.360	31	1.39
FONDI DI LIQUIDITA'	218	505	73	178	973
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	218	505	73	178	97
FLESSIBILI	61	124	852	81	1.118
TOTALE	340	715	5.735	418	7.208

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - raccolta lorda - 2007

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

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
FONDI HEDGE	4.560	3.183	3.287	1.805	12.836
TOTALE	4.560	3.183	3.287	1.805	12.836

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - raccolta lorda - 2007

Dettaglio dei Fondi Italiani - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	7.453	5.554	3.953	4.099	21.059
AZ. ITALIA	1.167	998	524	394	3.084
AZ. AREA EURO	559	470	301	255	1.584
AZ. EUROPA	1.919	1.743	1.143	813	5.618
AZ. AMERICA	518	668	352	390	1.928
AZ. PACIFICO	653	433	469	523	2.079
AZ. PAESI EMERGENTI	503	320	497	809	2.129
AZ. PAESE	235	145	154	300	834
AZ. INTERNAZIONALI	1.076	602	372	515	2.565
AZ. ENERGIA E M.P.	22	28	28	27	104
AZ. BENI CONSUMO	29	5	2	1	36
AZ. SALUTE	20	11	7	5	44
AZ. FINANZA	25	7	11	4	46
AZ. INFORMATICA	53	11	31	17	112
AZ. SERV. TELECOM.	18	12	11	13	53
AZ. ALTRI SETTORI	153	29	13	10	205
AZ. ALTRE SPECIAL.	504	72	38	23	637
BILANCIATI	2.791	1.636	975	678	6.080
BILANCIATI AZIONARI	243	190	116	44	592
BILANCIATI	1.308	724	402	307	2.742
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	1.240	722	458	327	2.745
OBBLIGAZIONARI	12.331	7.221	6.364	7.017	32.933
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	5.003	2.535	2.756	3.369	13.663
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	2.380	1.757	1.764	1.814	7.715
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	324	199	120	127	770
OBBL. EURO HIGH YIELD	176	120	19	16	330
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	39	87	54	39	220
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	69	70	54	130	323
OBBL. INT.LI GOV.	257	240	193	156	846
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	151	52	74	114	392
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	139	110	15	10	275
OBBL. YEN	33	20	6	7	66
OBBL. PAESI EMERGENTI	319	199	91	103	713
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	613	311	247	206	1.377
OBBL. MISTI	2.155	965	524	490	4.134
OBBL. FLESSIBILI	672	557	446	436	2.112
FONDI DI LIQUIDITA'	13.984	10.913	12.673	13.253	50.824
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	13.984	10.913	12.673	13.253	50.824
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	0	0	1.416	1.027	7.783
FLESSIBILI	6.173	5.375	4.528	4.164	20.240
FONDI HEDGE	2.304	2.541	2.683	1.566	9.094
TOTALE	45.036	33.241	31.177	30.776	140.230

OICR aperti di diritto italiano e estero - raccolta lorda - 2007

Dettaglio dei Fondi Roundtrip - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	13.744	20.706	17.989	15.895	68.335
AZ. ITALIA	638	634	553	541	2.366
AZ. AREA EURO	282	342	448	356	1.428
AZ. EUROPA	4.986	6.006	5.331	3.930	20.254
AZ. AMERICA	2.745	5.427	4.478	3.632	16.282
AZ. PACIFICO	2.044	3.162	2.892	2.836	10.935
AZ. PAESI EMERGENTI	951	1.710	1.909	2.641	7.210
AZ. PAESE	407	280	296	469	1.453
AZ. INTERNAZIONALI	435	949	190	237	1.811
AZ. ENERGIA E M.P.	148	452	283	230	1.112
AZ. INDUSTRIA	103	221	117	128	568
AZ. BENI CONSUMO	183	409	265	213	1.069
AZ. SALUTE	121	171	151	96	539
AZ. FINANZA	241	409	315	251	1.216
AZ. INFORMATICA	42	118	38	57	255
AZ. SERV. TELECOM.	21	20	34	33	108
AZ. SERV. PUBBL. UT.	40	24	28	46	139
AZ. ALTRI SETTORI	210	291	266	138	904
AZ. ALTRE SPECIAL.	147	81	394	61	683
BILANCIATI	2.055	716	1.828	572	5.170
BILANCIATI AZIONARI	29	44	20	11	105
BILANCIATI	997	328	154	261	1.740
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	1.029	344	1.654	299	3.326
OBBLIGAZIONARI	25.122	17.672	19.196	14.306	76.296
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	2.184	1.876	2.574	2.132	8.766
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	11.198	6.167	6.327	5.599	29.290
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	378	320	281	208	1.187
OBBL. EURO HIGH YIELD	274	270	232	94	871
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	78	71	68	90	308
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	365	125	94	138	722
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	1	2	1	3	8
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	22	11	16	27	76
OBBL. INT.LI GOV.	2.485	224	438	288	3.435
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	12	7	8	1	28
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	220	240	66	40	566
OBBL. YEN	52	39	18	19	129
OBBL. PAESI EMERGENTI	260	401	474	252	1.387
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	5.066	3.704	4.300	3.108	16.178
OBBL. MISTI	283	513	403	301	1.501
OBBL. FLESSIBILI	2.243	3.702	3.895	2.005	11.846
FONDI DI LIQUIDITA'	2.559	2.255	4.913	4.529	14.256
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	2.520	2.158	4.828	4.494	14.000
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	39	97	86	35	256
FLESSIBILI	6.200	4.433	3.386	2.495	16.515
FONDI HEDGE	2.251	616	601	236	3.705
TOTALE	51.931	46.399	47.914	38.033	184.277

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano e estero - raccolta lorda - 2007

Dettaglio dei Fondi Esteri - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	10.242	9.673	8.877	9.571	38.363
AZ. ITALIA	332	165	135	202	834
AZ. AREA EURO	1.256	1.054	927	428	3.664
AZ. EUROPA	2.276	2.190	1.731	1.132	7.329
AZ. AMERICA	1.055	1.111	1.019	1.152	4.338
AZ. PACIFICO	1.316	1.095	1.264	1.603	5.277
AZ. PAESI EMERGENTI	1.046	859	1.000	1.919	4.824
AZ. PAESE	1.266	1.252	955	972	4.445
AZ. INTERNAZIONALI	496	661	901	973	3.031
AZ. ENERGIA E M.P.	182	311	430	377	1.300
AZ. INDUSTRIA	6	28	5	3	42
AZ. BENI CONSUMO	85	94	69	67	315
AZ. SALUTE	102	79	57	95	333
AZ. FINANZA	47	50	17	48	162
AZ. INFORMATICA	40	40	30	72	182
AZ. SERV. TELECOM.	70	19	42	26	158
AZ. SERV. PUBBL. UT.	202	206	53	79	540
AZ. ALTRI SETTORI	288	304	159	229	980
AZ. ALTRE SPECIAL.	178	153	84	193	608
BILANCIATI	764	359	321	538	1.983
BILANCIATI AZIONARI	57	35	16	23	131
BILANCIATI	659	293	280	490	1.722
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	49	31	25	25	130
OBBLIGAZIONARI	11.111	8.898	8.455	6.618	35.082
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	844	686	1.636	1.117	4.283
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.065	861	866	945	3.737
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	170	90	154	102	515
OBBL. EURO HIGH YIELD	261	250	162	78	752
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	10	15	34	29	88
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	92	123	101	207	523
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	10	117	4	12	143
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	25	39	4	5	73
OBBL. INT.LI GOV.	347	382	406	555	1.691
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	8	31	4	12	54
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	268	155	110	64	598
OBBL. YEN	49	37	58	22	167
OBBL. PAESI EMERGENTI	432	549	433	430	1.844
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	3.079	2.458	2.111	1.647	9.294
OBBL. MISTI	926	499	488	236	2.149
OBBL. FLESSIBILI	3.526	2.605	1.883	1.158	9.172
FONDI DI LIQUIDITA'	5.355	4.694	8.771	4.792	23.613
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	4.979	4.178	8.434	4.536	22.127
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	248	333	187	158	926
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	1	0	0	1	3
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	127	183	151	98	558
FLESSIBILI	3.666	4.651	1.997	2.148	12.462
FONDI HEDGE	5	26	3	3	37
TOTALE	31.144	28.301	28.425	23.671	111.541

OICR aperti di diritto italiano e estero - riscatti - 2007

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	35.893	40.833	37.158	38.135	152.019
AZ. ITALIA	2.483	2.368	2.199	2.211	9.261
AZ. AREA EURO	2.026	1.954	2.162	2.126	8.268
AZ. EUROPA	9.883	11.716	10.759	10.267	42.625
AZ. AMERICA	5.581	8.113	6.889	6.798	27.380
AZ. PACIFICO	4.729	5.739	5.189	5.341	20.997
AZ. PAESI EMERGENTI	3.105	3.038	3.216	3.956	13.315
AZ. PAESE	1.896	1.612	1.634	1.948	7.089
AZ. INTERNAZIONALI	3.047	2.222	2.184	2.258	9.711
AZ. ENERGIA E M.P.	500	597	660	723	2.480
AZ. INDUSTRIA	102	263	158	129	652
AZ. BENI CONSUMO	277	557	367	333	1.534
AZ. SALUTE	286	435	212	299	1.232
AZ. FINANZA	436	593	399	427	1.855
AZ. INFORMATICA	263	213	157	227	861
AZ. SERV. TELECOM.	120	94	76	97	387
AZ. SERV. PUBBL. UT.	124	167	117	127	535
AZ. ALTRI SETTORI	561	754	449	558	2.322
AZ. ALTRE SPECIAL.	476	397	331	310	1.514
BILANCIATI	7.288	4.526	4.689	3.955	20.458
BILANCIATI AZIONARI	396	239	255	243	1.133
BILANCIATI	3.534	2.303	2.646	2.105	10.588
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	3.357	1.985	1.788	1.607	8.737
OBBLIGAZIONARI	58.697	42.149	49.345	40.882	191.072
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	15.241	10.589	9.660	9.471	44.960
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	18.002	11.522	10.877	11.041	51.442
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.324	1.201	1.170	1.083	4.778
OBBL. EURO HIGH YIELD	269	258	730	525	1.782
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	204	129	180	139	652
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	506	324	464	394	1.687
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	46	141	10	27	224
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	31	70	44	37	181
OBBL. INT.LI GOV.	2.343	1.714	1.580	1.812	7.449
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	157	102	154	125	537
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	365	282	334	257	1.238
OBBL. YEN	178	188	189	91	646
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.000	1.008	1.243	1.249	4.500
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	9.247	6.079	9.656	5.830	30.812
OBBL. MISTI	4.303	3.513	2.913	2.818	13.546
OBBL. FLESSIBILI	5.481	5.031	10.142	5.982	26.638
FONDI DI LIQUIDITA'	24.142	17.952	17.629	21.157	80.880
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	23.629	17.451	17.184	20.801	79.065
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	376	364	298	233	1.272
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	14	1	3	0	18
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	123	136	143	122	524
FLESSIBILI	8.126	8.452	10.019	10.336	36.934
FONDI HEDGE	3.235	1.146	1.090	1.512	6.983
TOTALE	137.380	115.058	119.931	115.978	488.347

OICR aperti di diritto italiano e estero - riscatti - 2007

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

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	35.857	40.824	36.850	38.131	151.661
AZ. ITALIA	2.483	2.368	2.199	2.211	9.261
AZ. AREA EURO	2.026	1.954	2.162	2.126	8.268
AZ. EUROPA	9.883	11.716	10.759	10.267	42.625
AZ. AMERICA	5.580	8.113	6.889	6.797	27.378
AZ. PACIFICO	4.707	5.738	5.189	5.341	20.975
AZ. PAESI EMERGENTI	3.105	3.038	3.216	3.956	13.315
AZ. PAESE	1.896	1.612	1.634	1.948	7.089
AZ. INTERNAZIONALI	3.034	2.213	1.876	2.254	9.377
AZ. ENERGIA E M.P.	500	597	660	723	2.480
AZ. INDUSTRIA	102	263	158	129	652
AZ. BENI CONSUMO	277	557	367	333	1.534
AZ. SALUTE	286	435	212	299	1.232
AZ. FINANZA	436	593	399	427	1.855
AZ. INFORMATICA	263	213	157	227	861
AZ. SERV. TELECOM.	120	94	76	97	387
AZ. SERV. PUBBL. UT.	124	167	117	127	535
AZ. ALTRI SETTORI	561	754	449	558	2.322
AZ. ALTRE SPECIAL.	476	397	331	310	1.514
BILANCIATI	7.222	4.468	3.574	3.954	19.219
BILANCIATI AZIONARI	396	239	255	243	1.133
BILANCIATI	3.524	2.246	1.806	2.104	9.679
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	3.302	1.984	1.513	1.607	8.406
OBBLIGAZIONARI	58.412	41.899	45.590	40.698	186.599
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	15.171	10.575	8.567	9.471	43.783
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	17.951	11.478	10.873	10.935	51.238
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.324	1.201	1.170	1.083	4.778
OBBL. EURO HIGH YIELD	269	258	730	525	1.782
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	204	129	180	139	652
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	506	324	464	394	1.687
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	46	141	10	27	224
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	31	70	44	37	181
OBBL. INT.LI GOV.	2.343	1.662	1.580	1.812	7.397
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	106	102	94	68	370
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	365	282	334	257	1.238
OBBL. YEN	178	188	189	91	646
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.000	1.008	1.243	1.249	4.500
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	9.244	6.077	8.864	5.828	30.014
OBBL. MISTI	4.303	3.513	2.846	2.818	13.479
OBBL. FLESSIBILI	5.371	4.893	8.402	5.963	24.630
FONDI DI LIQUIDITA'	23.720	17.581	17.345	20.640	79.286
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	23.207	17.079	16.900	20.284	77.471
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	376	364	298	233	1.272
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	14	1	3	0	18
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	123	136	143	122	524
FLESSIBILI	8.043	8.439	9.646	10.272	36.401
TOTALE	3	113.211	113.005	113.695	473.166

OICR aperti di diritto italiano e estero - riscatti - 2007

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

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	36	9	308	5	358
AZ. EUROPA	0	0	0	0	0
AZ. AMERICA	1	0	0	1	2
AZ. PACIFICO	22	0	0	0	22
AZ. INTERNAZIONALI	13	9	308	4	334
AZ. ALTRE SPECIAL.	0	0	0		
BILANCIATI	65	58	1.115	1	1.239
BILANCIATI	10	57	840	1	909
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	55	0	275	0	331
OBBLIGAZIONARI	285	250	3.755	184	4.473
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	71	13	1.093	1.177	
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	51	44	3	106	204
OBBL. INT.LI GOV.	0	52	0	0	52
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	50	0	60	57	167
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	3	2	792	2	798
OBBL. MISTI	0	0	67	67	
OBBL. FLESSIBILI	110	139	1.740	19	2.008
FONDI DI LIQUIDITA'	422	371	284	517	1.593
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	422	371	284	517	1.593
FLESSIBILI	83	13	373	64	533
TOTALE	3	701	5.836	771	8.197

OICR aperti di diritto italiano e estero - riscatti - 2007

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

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
FONDI HEDGE	3.235	1.146	1.090	1.512	6.983
TOTALE	3	1.146	1.090	1.512	6.983

OICR aperti di diritto italiano e estero - riscatti - 2007

Dettaglio dei Fondi Italiani - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	12.647	9.860	8.149	8.364	39.019
AZ. ITALIA	1.719	1.454	1.367	1.265	5.805
AZ. AREA EURO	630	493	563	543	2.229
AZ. EUROPA	3.169	2.760	2.229	2.373	10.531
AZ. AMERICA	1.444	1.358	834	787	4.423
AZ. PACIFICO	1.596	1.194	873	931	4.594
AZ. PAESI EMERGENTI	1.044	617	555	672	2.888
AZ. PAESE	315	311	246	316	1.188
AZ. INTERNAZIONALI	2.013	1.215	1.176	994	5.397
AZ. ENERGIA E M.P.	79	59	33	79	251
AZ. BENI CONSUMO	52	15	9	28	105
AZ. SALUTE	65	48	34	46	193
AZ. FINANZA	61	57	33	64	216
AZ. INFORMATICA	140	102	62	106	411
AZ. SERV. TELECOM.	26	18	21	22	88
AZ. ALTRI SETTORI	174	76	58	61	369
AZ. ALTRE SPECIAL.	119	83	56	76	333
BILANCIATI	4.653	3.398	3.778	2.796	14.624
BILANCIATI AZIONARI	339	178	168	125	810
BILANCIATI	2.131	1.708	2.134	1.379	7.351
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	2.183	1.512	1.476	1.292	6.463
OBBLIGAZIONARI	21.302	16.950	17.173	13.149	68.575
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	10.001	7.334	6.458	4.994	28.787
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	3.768	3.460	2.969	3.104	13.301
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	730	583	589	552	2.454
OBBL. EURO HIGH YIELD	75	80	167	90	413
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	90	63	90	41	284
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	134	86	72	81	373
OBBL. INT.LI GOV.	759	729	405	510	2.403
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	137	58	127	109	431
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	22	26	83	47	177
OBBL. YEN	56	27	39	26	147
OBBL. PAESI EMERGENTI	375	368	306	270	1.319
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	1.130	576	1.294	527	3.526
OBBL. MISTI	3.346	2.549	1.733	1.790	9.418
OBBL. FLESSIBILI	679	1.014	2.841	1.009	5.543
FONDI DI LIQUIDITA'	14.862	11.388	9.257	12.575	48.082
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	14.859	11.388	9.257	12.575	48.079
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	2	2			
FLESSIBILI	4.934	4.258	4.668	5.016	18.876
FONDI HEDGE	1.156	745	699	1.314	3.914
TOTALE	59.553	46.599	43.724	43.214	193.090

OICR aperti di diritto italiano e estero - riscatti - 2007

Dettaglio dei Fondi Roundtrip - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	14.066	22.353	19.606	18.706	74.731
AZ. ITALIA	617	723	657	686	2.683
AZ. AREA EURO	287	282	320	359	1.248
AZ. EUROPA	4.793	6.993	6.425	6.001	24.211
AZ. AMERICA	3.033	5.780	4.948	4.571	18.332
AZ. PACIFICO	2.031	3.477	3.160	2.885	11.554
AZ. PAESI EMERGENTI	896	1.498	1.697	1.741	5.831
AZ. PAESE	416	350	234	441	1.441
AZ. INTERNAZIONALI	494	548	456	470	1.969
AZ. ENERGIA E M.P.	173	380	354	269	1.176
AZ. INDUSTRIA	95	258	138	121	613
AZ. BENI CONSUMO	173	475	290	243	1.181
AZ. SALUTE	106	315	112	137	670
AZ. FINANZA	299	500	318	262	1.378
AZ. INFORMATICA	66	80	59	62	267
AZ. SERV. TELECOM.	39	22	29	45	135
AZ. SERV. PUBBL. UT.	16	49	20	28	114
AZ. ALTRI SETTORI	249	408	199	243	1.099
AZ. ALTRE SPECIAL.	282	216	189	142	829
BILANCIATI	2.044	599	419	456	3.517
BILANCIATI AZIONARI	22	27	37	25	112
BILANCIATI	948	175	144	168	1.436
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	1.074	396	238	262	1.970
OBBLIGAZIONARI	27.866	17.138	20.674	17.718	83.396
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	4.605	2.592	2.333	2.618	12.148
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	12.668	6.718	6.814	6.803	33.003
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	396	421	332	379	1.528
OBBL. EURO HIGH YIELD	87	58	285	213	643
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	94	52	72	58	277
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	305	189	214	179	886
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	3	3	2	1	9
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	22	36	33	23	114
OBBL. INT.LI GOV.	1.172	506	591	527	2.796
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	9	5	16	7	36
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	134	152	114	92	491
OBBL. YEN	80	107	60	42	290
OBBL. PAESI EMERGENTI	251	329	393	534	1.507
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	6.032	3.593	5.741	3.347	18.713
OBBL. MISTI	236	399	532	447	1.615
OBBL. FLESSIBILI	1.773	1.979	3.141	2.447	9.341
FONDI DI LIQUIDITA'	3.702	2.845	2.910	3.705	13.162
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	3.577	2.791	2.807	3.615	12.789
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	126	54	103	90	372
FLESSIBILI	2.231	2.214	2.590	2.568	9.603
FONDI HEDGE	2.074	392	358	195	3.019
TOTALE	51.984	45.541	46.557	43.348	187.430

OICR aperti di diritto italiano e estero - riscatti - 2007

Dettaglio dei Fondi Esteri - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2007	2° trim 2007	3° trim 2007	4° trim 2007	Totale
AZIONARI	9.180	8.620	9.403	11.065	38.269
AZ. ITALIA	147	191	174	260	773
AZ. AREA EURO	1.108	1.180	1.279	1.224	4.791
AZ. EUROPA	1.921	1.964	2.106	1.893	7.883
AZ. AMERICA	1.103	976	1.107	1.439	4.625
AZ. PACIFICO	1.102	1.068	1.155	1.524	4.849
AZ. PAESI EMERGENTI	1.165	923	964	1.544	4.596
AZ. PAESE	1.165	951	1.154	1.190	4.461
AZ. INTERNAZIONALI	540	459	552	794	2.346
AZ. ENERGIA E M.P.	247	158	273	375	1.053
AZ. INDUSTRIA	7	6	20	7	39
AZ. BENI CONSUMO	52	67	68	61	248
AZ. SALUTE	114	72	66	116	369
AZ. FINANZA	76	36	47	101	261
AZ. INFORMATICA	58	31	36	59	184
AZ. SERV. TELECOM.	54	54	26	30	165
AZ. SERV. PUBBL. UT.	108	118	97	99	421
AZ. ALTRI SETTORI	138	269	193	254	855
AZ. ALTRE SPECIAL.	74	99	85	92	351
BILANCIATI	591	530	493	704	2.317
BILANCIATI AZIONARI	35	34	50	92	211
BILANCIATI	455	420	369	558	1.802
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	100	76	74	53	304
OBBLIGAZIONARI	9.528	8.061	11.498	10.014	39.101
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	634	663	869	1.859	4.025
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.565	1.345	1.093	1.134	5.137
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	198	197	249	153	796
OBBL. EURO HIGH YIELD	107	119	278	222	726
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	20	14	18	39	91
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	68	49	178	133	428
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	43	138	8	26	216
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	9	34	11	14	67
OBBL. INT.LI GOV.	412	479	584	774	2.250
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	10	39	11	9	70
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	209	104	138	119	570
OBBL. YEN	42	54	90	23	209
OBBL. PAESI EMERGENTI	375	312	543	445	1.675
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	2.085	1.910	2.622	1.956	8.574
OBBL. MISTI	720	565	647	582	2.514
OBBL. FLESSIBILI	3.029	2.039	4.159	2.527	11.753
FONDI DI LIQUIDITA'	5.578	3.718	5.462	4.878	19.636
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	5.193	3.271	5.120	4.612	18.196
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	249	310	195	144	897
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	14	1	3	0	18
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	123	136	143	122	524
FLESSIBILI	961	1.981	2.761	2.752	8.455
FONDI HEDGE	5	9	32	3	50
TOTALE	25.843	22.919	29.650	29.416	107.827

OICR aperti di diritto italiano e estero - Patrimonio *

Dati aggregati per tipologia e domicilio degli OICR aperti in milioni di euro

	Roundtrip^				Esteri^^				Domicilio			
	Italiani		Roundtrip^		Esteri^^		Esteri^^		Italiani		Esteri	
	Aperti	Riservati	Aperti	Riservati	Aperti	Riservati	Aperti	Riservati	Aperti	Riservati	Aperti	Riservati
dicembre-84	597	2.186	2.186	2.186	2.186	2.186	2.186	2.186	597	2.186	2.186	2.186
dicembre-85	10.217	3.902	3.902	3.902	3.902	3.902	3.902	10.217	3.902	3.902	3.902	
dicembre-86	33.609	5.511	5.511	5.511	5.511	5.511	5.511	33.609	5.511	5.511	5.511	
dicembre-87	30.703	4.535	4.535	4.535	4.535	4.535	4.535	30.703	4.535	4.535	4.535	
dicembre-88	26.630	4.465	4.465	4.465	4.465	4.465	4.465	26.630	4.465	4.465	4.465	
dicembre-89	25.393	4.420	4.420	4.420	4.420	4.420	4.420	25.393	4.420	4.420	4.420	
dicembre-90	24.471	3.186	3.186	3.186	3.186	3.186	3.186	24.471	3.186	3.186	3.186	
dicembre-91	29.025	2.838	2.838	2.838	2.838	2.838	2.838	29.025	2.838	2.838	2.838	
dicembre-92	31.327	2.562	2.562	2.562	2.562	2.562	2.562	31.327	2.562	2.562	2.562	
dicembre-93	56.858	2.676	2.676	2.676	2.676	2.676	2.676	56.858	2.676	2.676	2.676	
dicembre-94	67.226	2.768	2.768	2.768	2.768	2.768	2.768	67.226	2.768	2.768	2.768	
dicembre-95	65.482	3.521	3.521	3.521	3.521	3.521	3.521	65.482	3.521	3.521	3.521	
dicembre-96	101.720	6.996	6.996	6.996	6.996	6.996	6.996	101.720	6.996	6.996	6.996	
dicembre-97	189.739	12.603	12.603	12.603	12.603	12.603	12.603	189.739	12.603	12.603	12.603	
dicembre-98	372.274	22.828	22.828	22.828	22.828	22.828	22.828	372.274	22.828	22.828	22.828	
dicembre-99	472.343	2.955	2.955	2.955	2.955	2.955	2.955	472.343	2.955	2.955	2.955	
dicembre-00	454.866	3.373	3.373	3.373	3.373	3.373	3.373	454.866	3.373	3.373	3.373	
dicembre-01	411.153	4.699	4.699	4.699	4.699	4.699	4.699	411.153	4.699	4.699	4.699	
dicembre-02	366.843	5.254	5.254	5.254	5.254	5.254	5.254	366.843	5.254	5.254	5.254	
dicembre-03	386.568	5.405	5.405	5.405	5.405	5.405	5.405	386.568	5.405	5.405	5.405	
dicembre-04	370.669	7.471	7.471	7.471	7.471	7.471	7.471	370.669	7.471	7.471	7.471	
dicembre-05	376.161	9.480	9.480	9.480	9.480	9.480	9.480	376.161	9.480	9.480	9.480	
dicembre-06	338.675	9.121	9.121	9.121	9.121	9.121	9.121	338.675	9.121	9.121	9.121	
dicembre-07	290.141	2.885	2.885	2.885	2.885	2.885	2.885	290.141	2.885	2.885	2.885	

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

^1 dati sui fondi Roundtrip si riferiscono al patrimonio complessivo degli OICR aperti e non solo alle quote detenute dagli investitori "italiani". Fino al 1998 dati dei soli fondi cd "lussemburghesi storici".

^^ I dati sui fondi Esteri si riferiscono al patrimonio detenuto dai soli investitori "italiani".

OICR aperti di diritto italiano e estero - Raccolta netta*

Dati aggregati per tipologia e domicilio degli OICR aperti in milioni di euro

	Italiani			Roundtrip^			Esteri^^			Tipologia giuridica			Domicilio			
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Italiani	Esteri
1984	557			557	nd			nd			557			557	nd	557
1985	8.250			8.250	nd			nd			8.250			8.250	nd	8.250
1986	19.390			19.390	nd			nd			19.390			19.390	nd	19.390
1987	17			17	nd			nd			17			17	nd	17
1988	-6.691			-6.691	nd			nd			-6.691			-6.691	nd	-6.691
1989	-3.438			-3.438	-623			-623			-3.438			-3.438	-623	-4.060
1990	438			438	-691			-691			438			438	-691	-252
1991	2.743			2.743	-536			-536			2.207			2.743	-536	2.207
1992	383			383	-524			-524			-141			383	-524	-141
1993	17.281			17.281	-609			-609			16.672			17.281	-609	16.672
1994	13.121			13.121	-179			-179			12.942			13.121	-179	12.942
1995	-5.415			-5.415	937			937			-4.478			-5.415	937	-4.478
1996	29.967			29.967	3.138			3.138			33.105			29.967	3.138	33.105
1997	73.894			73.894	4.401			4.401			78.295			73.894	4.401	78.295
1998	161.534			161.534	5.530			5.530			167.065			161.534	5.530	167.065
1999	58.261	2.837		61.098	26.918			26.918			85.179	2.837		61.098	26.918	88.016
2000	-1.473	289		-1.184	36.108			36.108		nd	34.635	289		-1.184	36.108	34.924
2001	-17.874	1.170	756	-15.948	18.117			18.117		nd	243	1.170	756	-15.948	18.117	2.169
2002	-12.819	441	1.395	-10.983	4.661	178		4.839		384	-7.774	441	1.573	-10.983	5.223	-5.760
2003	7.704	-33	3.028	10.699	15.638	501		16.140		2.714	26.056	-33	3.529	10.699	18.853	29.552
2004	-26.271	1.766	5.098	-19.407	13.525	822		14.347		5.858	-6.888	1.766	5.920	-19.407	20.205	798
2005	-15.824	1.592	4.347	-9.885	18.209	120		18.328		12.884	15.269	1.592	4.466	-9.885	31.212	21.327
2006	-46.996	-748	5.250	-42.494	10.882	898		11.781		21.307	-14.807	-748	6.166	-42.494	33.105	-9.389
2007	-51.613	-6.426	5.179	-52.860	-9.275	5.437		-3.153		3.613	-57.275	-990	5.852	-52.860	448	-52.412

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

^ I dati sui fondi Roundtrip si riferiscono alla raccolta dei soli sottoscrittori "italiani" fino al 1/1/2005; mentre dopo il 1/1/2005 alla raccolta complessiva. Fino al 1998 dati dei soli fondi cd "lussemburghesi storici".

^^ I dati sui fondi Esteri si riferiscono alla raccolta detenuta dai soli sottoscrittori "italiani".

Fondi comuni e Sicav aperti di diritto italiano e estero - Raccolta Lorda*

Dati aggregati per tipologia fondo in milioni di euro

	Italiani			Roundtrip^			Esteri^^			Tipologia giuridica			Domicilio			
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Hedge	Totale	Aperti	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Italiani	Esteri	Totale
1984	560			560	nd		nd				560			560	nd	560
1985	8.631			8.631	nd		nd				8.631			8.631	nd	8.631
1986	23.927			23.927	nd		nd				23.927			23.927	nd	23.927
1987	9.075			9.075	nd		nd				9.075			9.075	nd	9.075
1988	3.217			3.217	nd		nd				3.217			3.217	nd	3.217
1989	5.136			5.136	384		384				5.520			5.136	384	5.520
1990	7.813			7.813	334		334				8.147			7.813	334	8.147
1991	11.238			11.238	360		360				11.598			11.238	360	11.598
1992	13.708			13.708	202		202				13.910			13.708	202	13.910
1993	34.941			34.941	426		426				35.367			34.941	426	35.367
1994	43.817			43.817	511		511				44.328			43.817	511	44.328
1995	24.182			24.182	2.028		2.028				26.210			24.182	2.028	26.210
1996	63.822			63.822	5.786		5.786				69.608			63.822	5.786	69.608
1997	147.885			147.885	9.855		9.855				157.740			147.885	9.855	157.740
1998	325.410			325.410	16.229		16.229				341.639			325.410	16.229	341.639
1999	359.765	2.904		362.669	28.389		28.389				388.154	2.904		362.669	28.389	391.058
2000	339.702	1.535		341.238	100.264		100.264			nd	439.967	1.535		341.238	100.264	441.502
2001	219.249	2.834	781	222.865	97.191		97.191			nd	316.440	2.834	781	222.865	97.191	320.056
2002	191.441	2.961	1.530	195.932	87.707	282	87.988			20.104	299.252	2.961	1.811	195.932	108.093	304.024
2003	212.068	2.537	3.498	218.103	91.645	690	92.335			27.939	331.652	2.537	4.188	218.103	120.274	338.377
2004	164.011	3.640	5.971	173.623	92.867	1.645	94.512			34.818	291.697	3.640	7.616	173.623	129.330	302.953
2005	164.872	4.492	6.728	176.091	162.284	968	163.252			47.229	374.384	4.492	7.696	176.091	210.481	386.572
2006	165.550	2.750	7.967	176.267	188.676	2.436	191.112			80.943	435.169	2.750	10.430	176.267	272.082	448.349
2007	129.382	1.754	9.094	140.230	175.118	3.705	184.277			111.504	416.004	1.754	12.836	140.230	295.817	436.048

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

^ I dati sui fondi Roundtrip si riferiscono ai riscatti dei soli sottoscrittori "italiani"; mentre dopo il 1/1/2005 ai riscatti complessivi. Fino al 1998 dati dei soli fondi cd "lussemburghesi storici".

^^ I dati sui fondi Esteri si riferiscono ai soli sottoscrittori "italiani". I dati non sono disponibili per tutto il campione analizzato, pertanto la differenza tra la raccolta lorda e i riscatti potrebbe non fornire il valore di raccolta netta complessivo.

Appendice 2

GLOSSARIO DEI TERMINI PRINCIPALI

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 ad 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: e' 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: e' la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, istituita nel 1974. E' 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 per-

tinanza 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, ad 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 ad 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

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 ad 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: piani 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 ad 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: e' la probabilità che l'emittente del prestito obbligazionario non sia in più grado di restituire il capitale raccolto

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

Risparmio gestito: e' la ricchezza che i risparmiatori affidano in gestione ad 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. E' 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 ad una data prevista alle stesse condizioni del primo scambio.

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

TFR: trattamento di fine rapporto. E' 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 ad un altro strumento previdenziale dell'intero montante individuale

Trend: termine che sta ad indicare una tendenza del mercato

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

Volatilità: e' una misura della rischiosità di un investimento. Quanto più uno strumento finanziario e' volatile, tanto maggiore e' 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