



2009 factbook



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

**GUIDA ITALIANA
AL RISPARMIO GESTITO**



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

factbook 2009

**GUIDA ITALIANA
AL RISPARMIO GESTITO**

Sommario

<i>Premessa</i>	7
<i>Assogestioni: l'associazione italiana dei gestori del risparmio</i>	10
<i>L'associazione e i suoi associati</i>	
<i>Scopi dell'associazione</i>	
<i>Attività a favore degli associati</i>	
La crisi dei mercati finanziari e il suo impatto sul settore del risparmio gestito	16
L'andamento dell'industria nel corso del 2008: un <i>outlook</i> sul mercato	17
Il trend del settore del risparmio gestito in Europa	27
La direttiva UCITS IV e le principali novità della normativa comunitaria	34
OICR armonizzati: l'evoluzione della disciplina e l'approvazione della direttiva UCITS IV	35
Il passaporto del gestore, le strutture <i>master-feeder</i> e le altre principali novità introdotte dalla direttiva UCITS IV	36
Il regime fiscale del risparmio gestito e gli effetti di una possibile riforma	44
L'attuale regime di tassazione dei fondi di diritto italiano e l'importanza di allinearsi all'Europa	45
Il percorso di riforma auspicato da Assogestioni	47
La riforma della previdenza complementare: il ruolo delle autorità di vigilanza e l'impatto sulle SGR	54
Il Libro Verde del Ministero del lavoro, della salute e delle politiche sociali: quale sviluppo per la previdenza complementare?	55
Il ruolo dell'autoregolamentazione: le Linee guida sui trasferimenti	61
La stima della prestazione pensionistica attesa: l'introduzione del progetto esemplificativo	65
Il <i>side pocket</i> e le altre misure anti-crisi per i fondi speculativi italiani	70
La risposta delle Autorità di vigilanza al crollo dei mercati	71
L'introduzione dei <i>gates</i> come forma di tutela del patrimonio	72
La gestione degli asset illiquidi e i meccanismi di <i>side pocket</i>	73

Progetto grafico e impaginazione: Oliviero Fiori

Editing e supervisione: Matteo Seveso

Stampa: MyStampa.it

Stampato a Milano nel novembre 2009

Il Factbook 2009 è stampato su carta ecologica Fedrigoni Freelif, certificata da Ecolabel e FSC (Forest Stewardship Council)

Edilizia sociale e apertura al mercato: le nuove prospettive del <i>real estate</i> in Italia	80
Il ruolo dei fondi immobiliari nello sviluppo del <i>social housing</i>	81
La disciplina dei fondi immobiliari a ristretta base partecipativa e familiari	87
La quotazione dei fondi immobiliari	91
 Il ruolo dei gestori per lo sviluppo della <i>corporate governance</i> e la tutela delle minoranze	 96
L'attivismo dei gestori nel 2008	99
L'attività di studio delle problematiche di <i>corporate governance</i> : i gruppi di studio del 2008	100
 Strumenti e canali di comunicazione durante la crisi: la campagna per tranquillizzare i risparmiatori	 106
Scenario ed effetti della crisi sull'attività di comunicazione	107
Le iniziative di comunicazione delle SGR dopo i primi segnali di crisi e la campagna pubblicitaria per tranquillizzare i risparmiatori	107
Le principali attività di comunicazione dell'associazione nei confronti del mercato di riferimento, dopo il crollo delle borse	110
 Crisi finanziaria e possibili vie d'uscita: il dibattito europeo e il contributo di Assogestioni	 118
Proposte di policy per superare la crisi: alcuni spunti di riflessione dall'Europa	119
Uno sguardo alle misure intraprese nei principali mercati dell'Unione	124
Conclusioni	127
 I nuovi adempimenti antiriciclaggio per le società di gestione del risparmio	 130
 Appendice 1: dati e tavole statistiche	 134
Appendice 2: glossario dei principali termini	162

Premessa

L'edizione precedente del Fact Book di Assogestioni, pubblicata alla fine del 2008, forniva al lettore il ritratto di un'industria fortemente in crisi, reduce da oltre due anni di pesanti deflussi e già influenzata dagli effetti negativi prodotti dal terremoto dei mutui *subprime* statunitensi.

Il quadro economico e finanziario internazionale, da allora, è peggiorato ulteriormente: il crollo dei mercati borsistici non soltanto ha portato al fallimento moltissime imprese in tutto il mondo, ma ha anche provocato il *default* e la successiva bancarotta di diversi istituti bancari e assicurativi in USA e Gran Bretagna (primo tra tutti Lehman Brothers Inc., nel settembre del 2008), mentre altri ancora sono stati salvati soltanto grazie all'intervento dei rispettivi governi e banche centrali.

In questo contesto i corsi azionari – già gravemente compromessi – sono presto scesi sotto i livelli del 2002, secondo una dinamica già osservata dopo lo scoppio della bolla di Internet e, prima ancora, in seguito alla crisi asiatica del 1997.

Un effetto negativo che ha influenzato gravemente le *performance* dei fondi, e che - insieme alle forti ripercussioni della crisi finanziaria sull'economia reale - ha prodotto un mutamento nelle esigenze e nelle scelte di investimento dei risparmiatori, con un conseguente aumento generalizzato dell'avversione al rischio e dei deflussi di risorse dal settore del risparmio gestito.

Nel corso del 2008 gli investitori italiani hanno riscattato quasi 200 miliardi di euro tra gestioni collettive e di portafoglio, mentre il patrimonio è diminuito del 24,6% rispetto all'anno precedente, passando da 1.113 a 838 miliardi di euro.

Gli operatori del settore e i *regulators* non sono rimasti a osservare. I gestori hanno moltiplicato i propri impegni per dialogare con la clientela, disorientata e intimorita dall'andamento negativo dei mercati, stimolando nel contempo banche e reti di distribuzione a informare correttamente gli investitori e a

promuovere scelte di investimento (o di disinvestimento) consapevoli.

A fine 2008 è stata realizzata una campagna pubblicitaria educativa diretta al pubblico *retail*, con l'obiettivo di illustrare le principali caratteristiche e il funzionamento dei fondi comuni di investimento.

Le autorità di vigilanza, da parte loro, sono intervenute varando una serie di misure atte a contrastare gli effetti della crisi e a sostenere il settore: a partire dall'avvio del processo di recepimento della direttiva UCITS IV, passando per l'introduzione di soluzioni di garanzia per il comparto dei fondi speculativi (come i *gates* e le *side pockets*), per finire con l'adozione di soluzioni di *policy* utili a stimolare i settori immobiliare e previdenziale.

Una prima risposta positiva da parte del mercato è giunta durante i mesi estivi del 2009, quando la bilancia dell'industria è tornata in attivo dopo oltre tre anni di raccolta negativa.

Con i tassi d'interesse ai minimi storici, gli operatori stanno iniziando oggi a intravedere un percorso di uscita dalla crisi, anche se il cammino da fare appare ancora lungo: oltre alla problematica fiscale, che vincola da tempo i fondi italiani, appare infatti necessario trovare idee e soluzioni per aumentare la qualità dei prodotti offerti alla clientela, definire un quadro normativo, fiscale e regolamentare condiviso a livello europeo e migliorare la comunicazione nei confronti del pubblico, innalzando così il livello di consapevolezza e di cultura finanziaria dei risparmiatori.

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

Il settore, a fine 2008, gestiva complessivamente un patrimonio totale pari a oltre 840 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 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.



Abruzzo, Italia
Rotazione delle colture agricole

LA CRISI DEI MERCATI FINANZIARI E IL SUO IMPATTO SUL SETTORE DEL RISPARMIO GESTITO

L'andamento dell'industria nel corso del 2008: un *outlook* sul mercato¹

Teresa Lapolla

Nel corso dell'anno 2008 l'Industria del Risparmio Gestito, reduce da tre anni di deflussi quasi ininterrotti, ha dovuto affrontare una delle più profonde crisi finanziarie mondiali degli ultimi decenni, iniziata nel 2007 negli Stati Uniti con i mutui *sub-prime* e aggravatasi con il fallimento di Lehman Brothers a settembre 2008. Questa situazione di particolare difficoltà si è riflessa sul settore del risparmio gestito con il calo generalizzato dei prezzi delle azioni e l'aumento dell'avversione al rischio degli investitori, anche istituzionali. A seguito della crisi, le banche hanno cambiato le loro strategie di raccolta per far fronte al bisogno di liquidità, rarefatta e non reperibile sul mercato interbancario a causa della mancanza di fiducia fra gli operatori finanziari. Queste hanno preferito collocare prodotti puramente bancari a scapito di quelli dell'industria del risparmio gestito, il quale ha accentuato i deflussi rispetto agli anni precedenti.

Gestioni collettive e di portafoglio

Nel 2008 le gestioni collettive hanno registrato riscatti per quasi 142 miliardi di euro, il patrimonio è passato da 650 a 438 miliardi di euro (-32%). Le gestioni di portafoglio hanno subito riscatti più contenuti, pari a 58 miliardi di euro, il relativo patrimonio è sceso da 463 a 401 miliardi di euro (-13%).

A differenza di quanto osservato fino alla fine del 2007, nel corso dell'ultimo anno, la quota di mercato dei gruppi esteri è diminuita, arrivando al 15,9% dell'asset promosso (134 miliardi di euro).

¹ Per approfondimenti si rimanda ai Rapporti Statistici "Mappa del Risparmio Gestito", "Rapporto semestrale sui fondi immobiliari" e "Rapporto trimestrale sui fondi pensione aperti" pubblicati sul sito dell'Associazione.

Gestioni collettive e patrimoniali

Raccolta annua e patrimonio al 31 dicembre 2008 (milioni di euro)

	Raccolta netta annua	Patrimonio	
		Promosso	Gestito
Gestioni collettive	-141.858	437.893	434.142
Fondi aperti	-143.651	402.668	398.376
Fondi chiusi	1.793	35.225	35.766
Gestioni di portafoglio	-58.066	400.590	407.366
GPF retail	-33.859	35.941	36.535
GPM retail	-13.067	68.624	72.248
Gestioni di patrimoni previdenziali	4.386	23.747	26.426
Gestioni di prodotti assicurativi	-11.913	203.036	202.036
Altre Gestioni	-3.614	69.241	70.122
GRUPPI ITALIANI	-171.509	704.755	698.779
Gestione collettiva	-108.598	362.805	351.992
Gestione di portafoglio	-62.911	341.950	346.787
GRUPPI ESTERI	-28.416	133.728	142.729
Gestione collettiva	-33.261	75.088	82.149
Gestione di portafoglio	4.844	58.640	60.580
TOTALE	-199.925	838.483	841.508

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

Come nel 2007, anche l'anno appena trascorso è stato caratterizzato da numerose operazioni di fusione che hanno comportato una maggiore concentrazione del settore e una diminuzione del numero di prodotti offerti. Al termine del 2008 i primi cinque gruppi promuovevano e gestivano rispettivamente il 59% e il 60% delle risorse complessive dell'industria (queste ultime sono pari rispettivamente a 838 e 842 miliardi di euro).

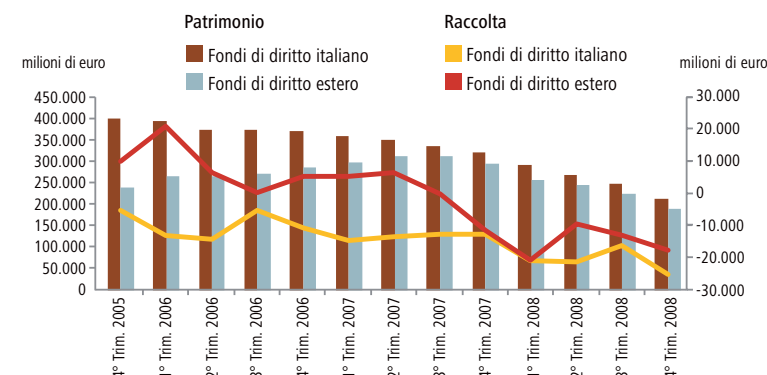
Fondi aperti

I fondi aperti hanno subito riscatti per quasi 144 miliardi di euro, di cui 83 miliardi riconducibili ai fondi di diritto italiano e 61 miliardi ai fondi di diritto estero. A differenza degli altri anni questi ultimi non sono riusciti a compensare i deflussi dai fondi nazionali e hanno subito gli effetti della crisi.

Il patrimonio complessivo promosso, pari a 403 miliardi di euro, è tornato ai livelli registrati dieci anni fa e, soltanto nel 2008, ha subito una diminuzione del 35%.

Fondi aperti

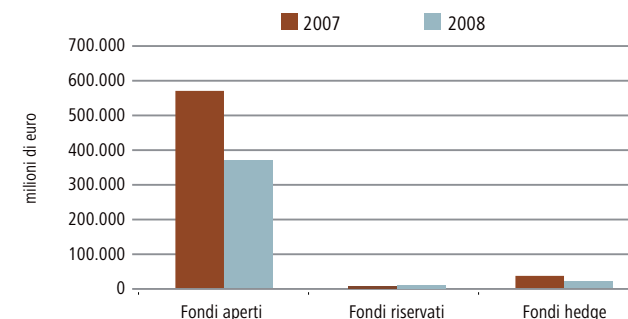
Evoluzione del patrimonio e della raccolta netta (2005-2008)



Mentre i fondi aperti e quelli hedge registrano deflussi annui pari rispettivamente a 137 e 8 miliardi di euro, i fondi riservati a investitori qualificati continuano ad attrarre nuovi investitori, raccogliendo quasi 2 miliardi di euro. I fondi hedge hanno registrato flussi negativi per la prima volta dal 2001 (-8,4 miliardi di euro). Gli asset degli aperti e degli hedge diminuiscono, attestandosi a 372 e 21 miliardi di euro, mentre quelli dei prodotti riservati aumentano da 8,5 a 9,5 miliardi di euro.

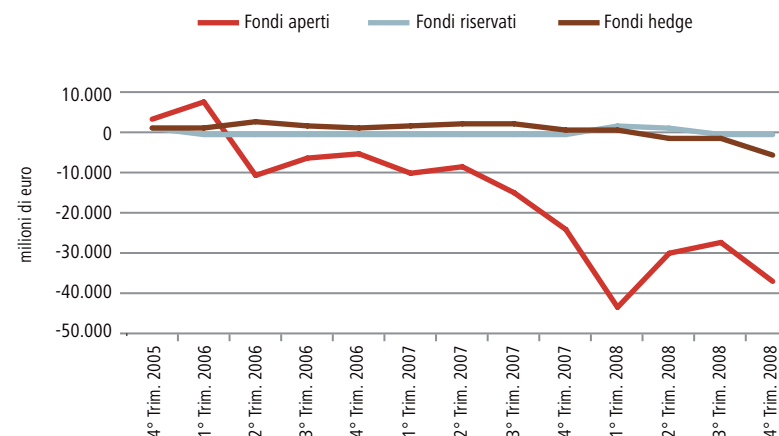
Fondi aperti, riservati, hedge

Patrimonio in gestione (2007 e 2008)



Tutte le categorie di fondi hanno avuto una raccolta netta annua negativa e diminuzioni nei valori di patrimonio. Il calo generalizzato delle quotazioni azionarie ha colpito in modo particolare il patrimonio dei fondi azionari (-57%) e di quelli bilanciati (-51%), diminuito anche in seguito ai riscatti dei sottoscrittori (pari rispettivamente a -30 e -9 miliardi di euro). Nel corso dei quattro trimestri dell'anno, la gran parte dei deflussi ha avuto origine dai fondi obbligazionari (68 miliardi di euro), i cui asset sono diminuiti di 62 miliardi di euro passando da 218 a 157 miliardi di euro.

Fondi aperti, riservati, hedge Evoluzione della raccolta netta (2005-2008)



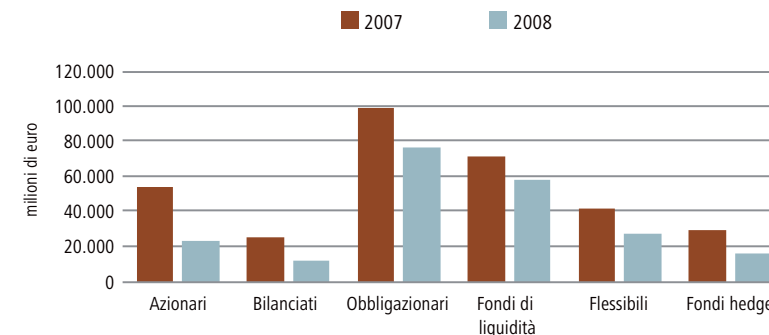
Gestioni collettive

Evoluzione trimestrale del patrimonio in gestione (milioni di euro)

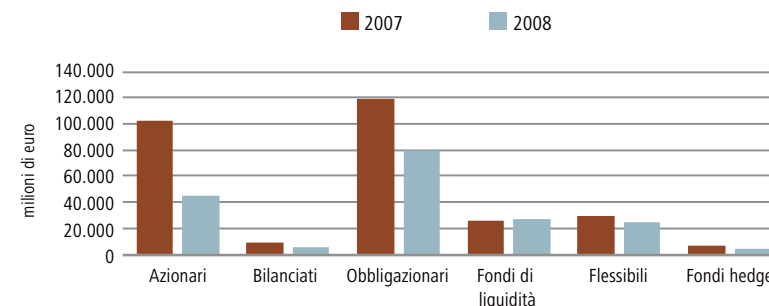
Categoria	31/03/2008	30/06/2008	30/09/2008	31/12/2008
AZIONARI	114.061	107.696	90.044	68.506
BILANCIATI	28.354	23.845	21.946	17.671
OBBLIGAZIONARI	210.169	193.745	178.475	156.925
FONDI DI LIQUIDITA'	94.689	92.760	91.806	85.917
FLESSIBILI	64.387	62.749	59.450	52.254
FONDI HEDGE	36.422	34.694	31.929	21.387
TOTALE	548.082	515.491	473.650	402.661

Il totale di patrimonio dei fondi di diritto italiano è caratterizzato in prevalenza da prodotti obbligazionari e monetari (rispettivamente il 36% e il 27%), mentre la componente bilanciata risulta essere quella meno elevata (6%). Diversamente, l'asset dei fondi esteri è caratterizzato da un peso superiore di prodotti obbligazionari ed azionari (rispettivamente 43% e 24%); un peso inferiore è da attribuire invece ai fondi hedge (2,6%). Fra i prodotti domiciliati all'estero soltanto gli azionari hanno visto diminuire la propria quota di mercato di 11 punti percentuali, a vantaggio di tutte le altre categorie, mentre fra quelli nazionali sono diminuite anche le quote dei bilanciati e dei fondi hedge (rispettivamente -6, -3 e -1 punti percentuali).

Fondi di diritto italiano Patrimonio in gestione (2007 e 2008)



Fondi di diritto estero Patrimonio in gestione (2007 e 2008)



Le numerose operazioni di fusione che hanno caratterizzato il 2008 hanno fatto sì che il numero di gruppi che promuovono fondi aperti diminuisse da 75 a 73 e che i primi 5 di questi arrivassero a rappresentare una quota di mercato maggiore, pari al 55% (era 53,8% nel 2007). Anche il numero di fondi offerti è diminuito da 3.646 a 3.626. Per la prima volta dalla loro entrata nel mercato, alla fine del 2008 i fondi hedge hanno visto ridurre il numero dei propri fondi a seguito del consolidamento di numerosi prodotti (feeder) in fondo cosiddetti "master". Tali operazioni sono state rese possibili dal decreto legge 185 e dal provvedimento attuativo della Banca d'Italia, che hanno eliminato il tetto al numero massimo dei partecipanti ai fondi hedge.

Delle 246 società promotrici di fondi aperti, 233 sono specializzate nella promozione di un solo tipo di fondo fra aperti, riservati ed hedge, 7 promuovono sia fondi aperti che riservati, 5 sia fondi aperti che hedge e una sola società ha nella sua gamma prodotti appartenenti a tutte e tre le tipologie di fondi.

Fondi chiusi

I fondi chiusi sono in costante crescita. Essi rappresentano l'8% del patrimonio promosso delle gestioni collettive (nel 2007 quasi il 5%) e il 4,2% dell'intera industria (nel 2007 rappresentavano poco meno del 3%). Durante il 2008, i fondi chiusi hanno raccolto 1,8 miliardi di euro e incrementato l'attivo dell'11%.

Fra i fondi chiusi, quelli immobiliari hanno raccolto complessivamente 1,7 miliardi di euro, mentre il loro attivo è arrivato a 34,6 miliardi di euro (31 miliardi a fine 2007).

Il 68% del patrimonio complessivo e il 73% delle attività totali sono rappresentati da fondi immobiliari riservati a investitori qualificati. In questa tipologia di prodotti vi sono 31 fondi speculativi costituiti mediante apporto, i quali rappresentano il 19% dell'offerta complessiva, hanno un patrimonio di 1,4 miliardi di euro e un valore delle attività pari a 4,8 miliardi di euro.

Nel corso dell'anno sono divenuti operativi 35 nuovi fondi tutti riservati ad investitori qualificati; di questi, 28 sono costituiti mediante apporto, 23 sono a emissione di quote e/o a *drawdown*, 26 a distribuzione dei proventi e 7 di tipo speculativo.

Fondi chiusi immobiliari

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

	30/06/2008	31/12/2008
Patrimonio Complessivo	20.068	20.168
Fondi retail	7.260	6.382
Fondi riservati	12.809	13.786
Totale Attività	33.236	34.626
Fondi retail	10.311	9.360
Fondi riservati	22.925	25.266

Le società che offrono fondi chiusi immobiliari ammontano a 27; 20 di queste hanno per oggetto esclusivo l'istituzione di fondi immobiliari (di cui 2 solamente di fondi speculativi), mentre 7 istituiscono e gestiscono anche fondi aperti.

Il settore dei fondi immobiliari si presenta ancora molto concentrato; infatti, alla fine del 2008 i primi tre gruppi detengono il 34,3% del patrimonio, il 39,9% delle attività e il 30,4% di fondi.

Gestioni di portafoglio

Nel 2008, le gestioni di portafoglio hanno registrato deflussi in tutte le categorie tranne che in quelle monetarie, le quali hanno raccolto 211 milioni di euro e incrementato il patrimonio promosso fino a raggiungere la quota di 15 miliardi di euro. Le gestioni di portafoglio bilanciate rappresentano la quota maggiore di asset (42%).

Fra le gestioni di portafoglio, le GPF/GPM retail, le Gestioni di prodotti assicurativi e le Altre Gestioni hanno risentito della crisi e registrato deflussi e riduzioni

Gestioni di portafoglio

Raccolta annua e patrimonio al 31 dicembre 2008 (milioni di euro)

	Raccolta netta annua	Patrimonio
AZIONARI	-8.213	8.377
BILANCIATI	-22.821	167.250
OBBLIGAZIONARI	-4.739	71.543
MONETARI	211	15.267
FLESSIBILI	-6.500	15.388
HEDGE	-12	147
NON CLASSIFICATO	-15.992	122.617

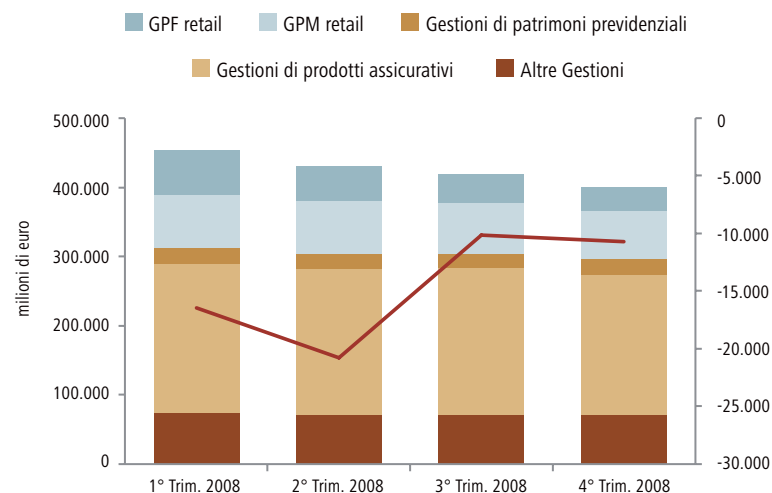
di patrimonio, mentre le Gestioni di patrimoni previdenziali hanno registrato flussi positivi. Questi ultimi rappresentano il 5,9% dell'asset. I deflussi più consistenti sono stati registrati dalle GPF (-34 miliardi di euro), le quali hanno visto diminuire la loro quota di mercato di circa 10 punti percentuali, per effetto dell'adeguamento dell'offerta alla MiFID. Le GPF rappresentano, alla fine del 2008, il 9% del patrimonio complessivo, pari rispettivamente a 36 miliardi di euro. Le Gestioni di prodotti assicurativi continuano a rappresentare la maggior parte delle gestioni di portafoglio (50,7%); seguono le GPM retail (17,1%) e le Altre Gestioni (17,3%).

Fondi pensione aperti

Al termine del 2008, il numero degli iscritti ai fondi pensione aperti ha raggiunto le 795.000 unità (fonte Covip) e l'attivo netto quota 4,7 miliardi di euro. La raccolta netta annua è pari a 1.051 milioni di euro e superiore a quella del 2007 (era pari a 800 milioni di euro), anno in cui è entrata in vigore la nuova disciplina

Gestioni di portafoglio

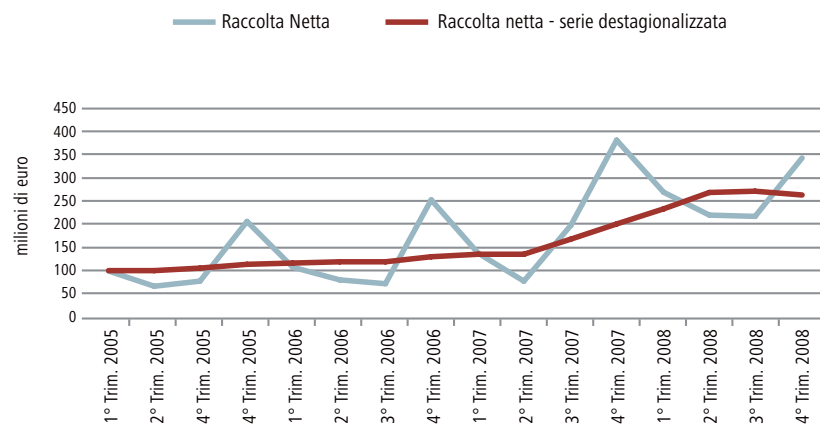
Evoluzione trimestrale del patrimonio in gestione e della raccolta netta (milioni di euro)



della previdenza complementare. Questo flusso, però, è sicuramente attribuibile ai versamenti di tutti coloro che avevano aderito nel 2007 e solo in ridottissima parte riconducibile a coloro che sono entrati nel circuito della previdenza complementare nel 2008. In effetti, se durante quest'ultimo anno sono state registrate 48.000 unità in più, nel 2007 queste ammontavano a oltre 300.000.

Fondi pensione aperti

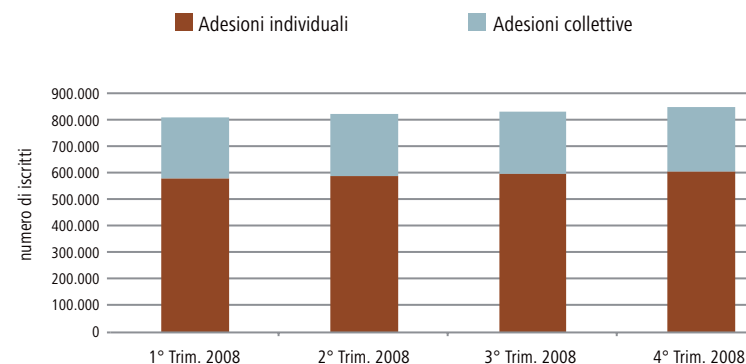
Evoluzione della raccolta netta (2005-2008)



Sia le adesioni individuali sia quelle collettive sono aumentate rispetto a quanto visto nel 2007 (rispettivamente +8% e +11%).

Fondi pensione aperti

Iscritti per tipologia di adesione



In tutte le categorie, si osservano afflussi costanti durante tutti i trimestri dell'anno, ma l'attivo degli azionari e dei bilanciati azionari risente degli andamenti negativi del mercato e diminuisce (rispettivamente di -13% e -8%). I flessibili e gli obbligazionari sono i fondi con il più alto incremento dell'attivo netto (rispettivamente +120% e +45%). I fondi preferiti dagli iscritti continuano a essere quelli bilanciati, scelti dal 27% degli iscritti e quelli bilanciati obbligazionari (23%).

Si stima che, al termine del 2008, il 7% circa degli iscritti detiene più linee d'investimento.

Il maggior numero di fondi pensione aperti è istituito da imprese di assicurazione, le quali promuovono il 44% dell'attivo complessivo.

Il trend del settore del risparmio gestito in Europa¹

Teresa Lapolla e Elisa Busi

La crisi italiana del risparmio gestito, caratterizzato per l'intero anno 2008 da forti deflussi e dalla riduzione costante di patrimonio, si inserisce in un contesto europeo, che fino alla metà del 2007 si era distinto per i risultati positivi che avevano portato ad una crescita del settore.

I fondi del vecchio continente, che avevano concluso il 2007 con un totale di patrimonio pari a 7.900 miliardi di euro, hanno conseguito nel corso del 2008 una raccolta netta negativa pari a 294 miliardi di euro e diminuito gli asset di quasi un quarto, portandoli a 6.127 miliardi di euro. I paesi che hanno contribuito maggiormente ad accentuare negativamente il risultato complessivo sono stati il Lussemburgo, l'Italia, la Spagna, e la Francia, che rappresentano rispettivamente il 32%, il 22%, il 17% e il 13% dei flussi netti negativi.

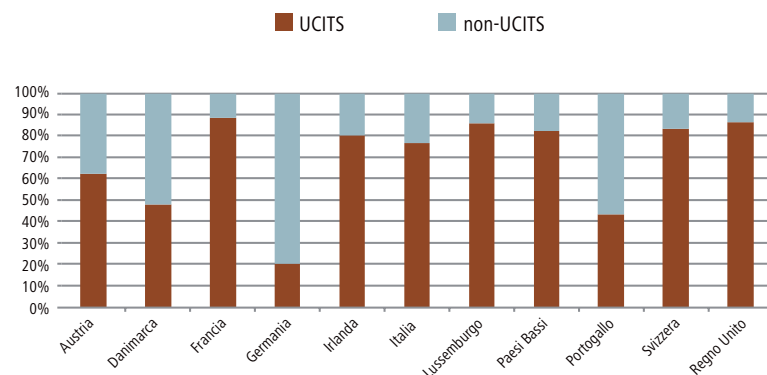
Le sette nazioni europee con la più alta quota di mercato continuano ad essere Lussemburgo (25%), Francia (21%), Germania (15%), Irlanda (11%), Regno Unito (7%) e Italia (4%). Il Regno Unito è la nazione che ha visto diminuire in maggior misura il proprio peso a vantaggio soprattutto di Francia e Germania.

Il 75% del valore complessivo di patrimonio europeo è detenuto da fondi UCITS, ossia armonizzati, mentre il restante 25% è da attribuire a prodotti non-UCITS. A livello di raccolta netta, i fondi armonizzati seguono un trend opposto rispetto a quello dei fondi non armonizzati. I primi vedono defluire dalle proprie casse, nel corso del 2008, 335 miliardi di euro, i secondi invece vedono affluire 41 miliardi di euro.

¹ Il presente capitolo si basa sull'analisi dei dati trimestrali diffusi da EFAMA (European Fund and Asset Management Association). In queste statistiche sono considerati per i vari Paesi soltanto i prodotti di diritto nazionale e non anche quelli roundtrip.

Il risparmio gestito in Europa

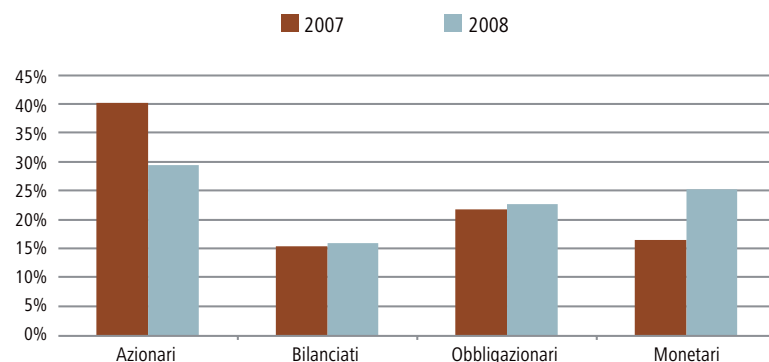
Patrimonio investito in fondi UCITS e non-UCITS



Concentrando l'analisi sui fondi UCITS, si può notare come nel corso dell'anno, sebbene sia diminuita considerevolmente, la categoria dei fondi azionari detenga la quota maggiore di patrimonio (30%).

Il risparmio gestito in Europa

Ripartizione del patrimonio dei fondi UCITS per macrocategoria



I prodotti UCITS obbligazionari ed azionari sono quelli che hanno avuto i deflussi più consistenti (rispettivamente -175 e -161 miliardi di euro). Seppur la categoria obbligazionaria abbia avuto i deflussi maggiori, sono i prodotti azionari ad aver subito le perdite più elevate a livello di patrimonio. Quest'ultimo è inferiore del 46% rispetto a quello registrato al termine del 2007. Anche i fondi bilanciati hanno chiuso il 2008 con una raccolta negativa (-41 miliardi di euro) e il patrimonio totale si è attestato a 647 miliardi di euro (-24% rispetto all'anno precedente). Il segno di raccolta è positivo per i prodotti monetari, che hanno

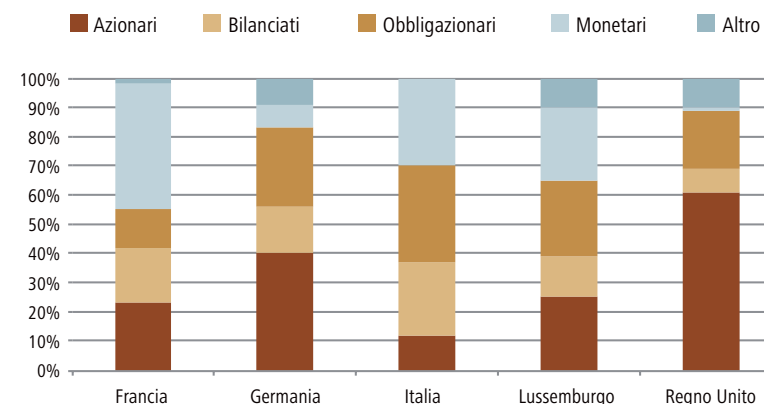
raccolto 70 miliardi di euro incrementando il proprio patrimonio del +13%.

Esaminando la composizione del patrimonio per paese, si possono apprezzare le caratteristiche dei diversi mercati che a loro volta riflettono le preferenze della clientela e la relativa tolleranza al rischio.

Il totale di patrimonio per Germania e Regno Unito è caratterizzato in prevalenza da fondi azionari (rispettivamente 40% e 61%), mentre la componente monetaria è quella che risulta meno elevata (rispettivamente 8% e 1%). Contrariamente, l'asset totale della Francia è caratterizzato maggiormente da prodotti monetari (43%). Italia e Lussemburgo hanno una composizione più eterogenea. Il patrimonio italiano è composto per il 33% da fondi obbligazionari, per il 30% da monetari, per il 25% da bilanciati e per il 12% da azionari. Quello lussemburghese è combinato quasi in egual misura da fondi obbligazionari (26%), monetari e azionari (entrambi 25%), mentre i prodotti bilanciati rappresentano soltanto il 14% degli asset.

Il risparmio gestito in Europa

Distribuzione del patrimonio per macrocategoria



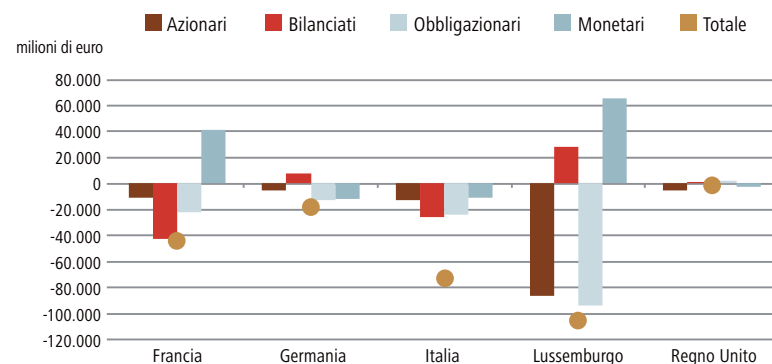
La classifica per patrimonio dei vari paesi europei a fine 2007 non subisce modifiche nel corso del 2008. Quelli con la maggiore quota di mercato sono il Lussemburgo (29%), la Francia (25%) e l'Irlanda (11%).

Il Lussemburgo, ha visto defluire dalle proprie casse 106 miliardi di euro e decrescere il proprio patrimonio del 27% (fondi armonizzati). In linea con il trend europeo, il Lussemburgo ha subito le perdite maggiori nelle categorie dei fondi obbligazionari e azionari. Tra le sei maggiori nazioni europee², il Regno Unito, benché abbia avuto flussi negativi solamente per 1,4 miliardi di euro, è il paese

2. Lussemburgo, Francia, Germania, Irlanda, Regno Unito e Italia.

il cui patrimonio, rispetto a quello dell'anno precedente, ha registrato la perdita più consistente (-42%). La forte componente azionaria del mercato anglosassone ha fatto sì che gli asset scendessero maggiormente rispetto alla raccolta netta; al contrario, le categorie bilanciate e obbligazionarie hanno chiuso l'anno con segno positivo. La Germania, che ha registrato una diminuzione degli stock del 30%, ha avuto deflussi consistenti e abbastanza equivalenti nelle categorie obbligazionaria, monetaria ed azionaria. Un risultato positivo è stato messo a punto invece dai prodotti bilanciati con +820 milioni di euro. La diminuzione del patrimonio francese è stata contenuta (-15%) I deflussi preponderanti del mercato francese sono da attribuire alla categoria bilanciata. Stesso segno anche per i fondi azionari e obbligazionari. Pone un freno ai deflussi totali (-45 miliardi di euro) la categoria dei fondi monetari, la quale, nel corso dell'anno, ha raccolto circa 42 miliardi di euro.

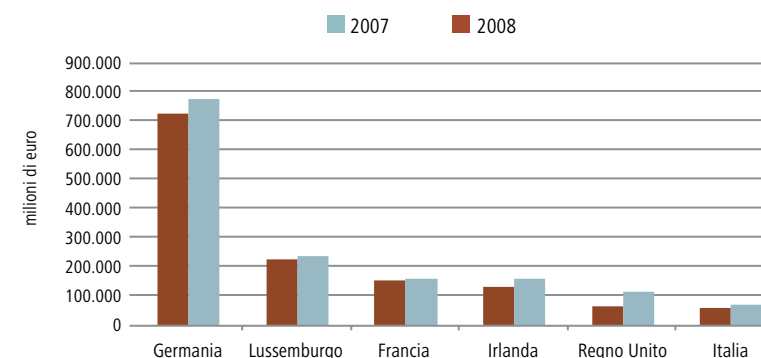
Il risparmio gestito in Europa Raccolta netta annua per macrocategoria



Spostando l'analisi sui fondi non-UCITS, si osserva come essi occupino un ruolo preponderante in Germania, Portogallo e Danimarca. Essi rappresentano l'80% del patrimonio complessivo tedesco, il 57% di quello portoghese e il 52% di quello danese. Inoltre, quasi la metà degli assets complessivi non-UCITS europei è da imputare al mercato tedesco (47%). Negli altri principali paesi europei, i fondi non armonizzati non rappresentano una quota rilevante nei mercati nazionali.

I paesi europei che hanno conseguito un'importante raccolta netta con i fondi non-UCITS sono il Lussemburgo (29 milioni di euro) e la Germania (20 milioni di euro). Andamento analogo si osserva anche per Danimarca, Spagna, Svizzera e Belgio.

Il risparmio gestito in Europa Patrimonio dei fondi non UCITS per i primi sei Paesi



Il 57% del patrimonio dei prodotti non armonizzati è attribuibile ai fondi destinati alla clientela istituzionale. Sebbene per questa tipologia di fondi, il valore di asset registrato a fine 2008, è inferiore del 6% rispetto all'anno precedente e pari a 879 miliardi di euro, essi sono riusciti a raccogliere 52 miliardi di euro. Il 73% del patrimonio dei fondi istituzionali è riconducibile al mercato tedesco, il 15% a quello lussemburghese e il rimanente 12,2% è ripartito tra i paesi nordici (Danimarca, Finlandia, Svezia), l'Austria, il Regno Unito, l'Italia e i paesi dell'est (Romania, Ungheria, Slovacchia).

Tutte le categorie sono state interessate da una raccolta positiva, in particolare, i fondi istituzionali della categoria residuale hanno registrato i maggiori flussi (quasi 35 miliardi di euro). I fondi obbligazionari e bilanciati hanno raccolto in egual misura rispettivamente 5,9 e 5 miliardi di euro. Seguono i prodotti azionari con una raccolta di 3 miliardi e quelli monetari con una raccolta di 2,5 miliardi di euro.

A livello di paese, Lussemburgo e Germania sono i paesi che hanno raccolto maggiormente, rispettivamente 29 e 21 miliardi di euro. La raccolta è stata positiva anche per Danimarca e Ungheria. Registrano risultati negativi invece Finlandia, Austria e Italia.



LA DIRETTIVA UCITS IV E LE PRINCIPALI NOVITÀ DELLA NORMATIVA COMUNITARIA

La direttiva UCITS IV e le principali novità della normativa comunitaria

Roberta D'Apice e Davide Giannetti

OICR armonizzati: l'evoluzione della disciplina e l'approvazione della direttiva UCITS IV

La prima direttiva sugli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) armonizzati, c.d. direttiva UCITS ovvero *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, è stata adottata nel 1985 allo scopo di creare un mercato unico per i fondi comuni di investimento e le SICAV. Nel corso degli anni l'originaria disciplina in materia di OICR armonizzati (di seguito anche solo "OICR") è stata più volte modificata, al fine di adeguarla alla progressiva evoluzione dei mercati finanziari. I miglioramenti nel tempo introdotti, compresi quelli effettuati nel 2001 con la c.d. direttiva UCITS III, non hanno tuttavia posto rimedio ad alcune inefficienze che hanno minato fino ad oggi lo sviluppo del settore; queste sono riconducibili prevalentemente alle difficoltà della commercializzazione degli OICR in Stati membri diversi da quelli in cui sono istituiti, alla proliferazione di OICR dalle dimensioni sub-ottimali, alla mancanza di flessibilità nell'organizzazione della catena di valore del settore e, infine, ad un prospetto semplificato oneroso e inidoneo ad informare in modo efficace gli investitori.

L'esigenza di correggere tali inefficienze ha assunto maggiore rilevanza a seguito dello sviluppo di un mercato particolarmente competitivo per gli OICR, a causa dell'affermazione di altre tipologie di prodotti finanziari come ad esempio, i prodotti assicurativi *unit linked* e i prodotti strutturati. In tale contesto, dunque, l'eliminazione degli ostacoli alla crescita del risparmio gestito è diventata una priorità di particolare valore strategico per il settore, al fine di poter adeguatamente competere con la concorrenza legata alla rapida innovazione finanziaria che sta caratterizzando i mercati.

In considerazione della necessità di riformare il settore del risparmio gestito, la Commissione Europea ha avviato un lungo confronto con il mercato che è sfociato, nella prima metà del 2009, nell'approvazione della direttiva UCITS IV. Nello specifico, fin dal 2004, l'*Asset Management Expert Group* ha manifestato l'esigenza di rafforzare l'efficienza del mercato europeo dei fondi comuni di investimento; successivamente, il confronto con il mercato è continuato nel 2005 con la pubblicazione del Libro Verde della Commissione Europea, in cui questa ha avviato un dibattito sulla necessità di adottare specifici provvedimenti a livello comunitario. L'anno successivo è stato pubblicato il "Libro bianco sul rafforzamento del quadro normativo del mercato unico relativo ai fondi d'investimento" che tiene conto dei risultati delle analisi condotte fino a quel momento; nel 2007, inoltre, la Commissione Europea ha proseguito l'iter di elaborazione delle norme da introdurre nel settore del risparmio gestito, presentando all'interno di un *Working Document* i primi orientamenti concernenti le modifiche da apportare alla direttiva UCITS, in merito ai quali ha avviato anche una consultazione pubblica.

Infine, nel luglio del 2008, la Commissione Europea ha presentato la proposta di direttiva UCITS IV, nella quale ha recepito parte delle misure già delineate nel Libro Bianco; la procedura legislativa è proseguita nel gennaio del 2009 con l'approvazione, da parte del Parlamento Europeo, di un testo di compromesso, concordato con il Consiglio dell'Unione Europea, e con l'adozione, alcuni mesi dopo, della versione definitiva della direttiva UCITS IV da parte di quest'ultimo.

L'approvazione della direttiva, tuttavia, non ha concluso il processo di innovazione della disciplina in tema di OICR; infatti, entro il 2010 saranno adottate delle misure di livello 2 che integreranno la nuova disciplina, completando così il quadro normativo comunitario. A livello nazionale, gli Stati membri dovranno recepire la normativa dettata dalla UCITS IV entro il 1° luglio 2011, così come integrata dalle misure di livello 2.

Il passaporto del gestore, le strutture *master-feeder* e le altre principali novità introdotte dalla direttiva UCITS IV

La direttiva UCITS IV riforma, sotto diversi profili, la regolamentazione precedente, definendo un quadro normativo attento alle mutate esigenze del settore del risparmio gestito; il legislatore comunitario, infatti, mediante un'ampia

riforma della disciplina precedente, intende agevolare nell'interesse degli investitori la formazione di un'offerta di OICR più ampia, innovativa e con costi inferiori rispetto al passato.

Innanzitutto, la direttiva UCITS IV introduce una disciplina nuova concernente l'organizzazione delle società di gestione e le regole di condotta a cui queste sono soggette. In particolare, detta direttiva adotta, sotto tali profili, principi che presentano molti punti di contatto con la MiFID, al fine di evitare che le società di gestione siano soggette a normative differenti e potenzialmente non compatibili; naturalmente, l'affinità tra i suddetti principi e la disciplina MiFID dipenderà soprattutto dal contenuto delle misure di secondo livello che il legislatore comunitario riterrà opportuno adottare.

Le direttive UCITS IV, inoltre, introducono importanti novità soprattutto in materia di passaporto del gestore, di commercializzazione transfrontaliera, di fusioni, di strutture *master-feeder* e di informazioni essenziali agli investitori. Nello specifico, tale direttiva consente ai gestori di beneficiare dell'introduzione di un passaporto europeo efficace e di una procedura che semplifica in modo significativo la commercializzazione transfrontaliera; allo stesso tempo, la nuova disciplina consente di fornire agli investitori un'informativa più semplice e comprensibile e di conseguire un significativo risparmio dei costi, grazie alle economie di scala originate dalle fusioni anche transfrontaliere tra OICR e dalla creazione di strutture *master-feeder*.

In definitiva, il legislatore comunitario ha riformato profondamente gli aspetti di maggior rilievo in merito alla gestione di OICR armonizzati, recependo così le istanze provenienti dal mercato; in tale contesto, inoltre, ha ritenuto opportuno rafforzare la tutela degli investitori sia favorendo soluzioni idonee a conseguire una riduzione dei costi di gestione sia introducendo nuovi strumenti informativi che agevolano le scelte di investimento da parte degli stessi.

Passaporto del gestore

La direttiva UCITS IV supera il principio dell'unicità dello Stato membro di origine dell'OICR, che fino ad oggi ha richiesto la presenza del gestore, del prodotto e della banca depositaria nel medesimo Stato membro. Con la nuova disciplina in tema di passaporto del gestore, invece, una società di gestione autorizzata in uno Stato membro può istituire e gestire OICR in un altro Stato membro, non

solo mediante una o più succursali, ma anche in regime di libera prestazione di servizi, fermo restando che la banca depositaria deve essere localizzata nello Stato membro di origine dell'OICR. La disciplina sul passaporto del gestore intende così rimuovere le inefficienze determinate dalla precedente normativa che hanno reso detto strumento poco utilizzato e particolarmente oneroso a causa degli elevati costi operativi.

In tale contesto, l'introduzione di una nuova forma di passaporto del gestore ha reso necessario adottare anche alcune misure volte ad evitare conflitti o sovrapposizioni tra le normative e le attività di vigilanza dei singoli Stati membri. La direttiva UCITS IV, pertanto, distingue le funzioni la cui regolamentazione spetta allo Stato membro di origine della società di gestione da quelle la cui disciplina compete allo Stato membro di origine dell'OICR; allo stesso tempo, prevede una chiara ripartizione di competenze tra le autorità di vigilanza coinvolte, al fine di garantire un pieno ed efficace coordinamento nell'attività di supervisione.

La direttiva UCITS IV, dunque, garantisce un'elevata tutela degli interessi degli investitori, grazie alla previsione di adeguati presidi e di una stretta collaborazione tra le autorità di vigilanza degli Stati membri coinvolti. Inoltre, rispetto al passato, la nuova formulazione del passaporto del gestore offre maggiore flessibilità, poiché grazie ad esso le società di gestione possono articolare in modo efficiente la propria operatività negli Stati membri, senza dover più sostenere gli alti costi legati alla costituzione di una società di gestione; in tal modo, il legislatore comunitario intende favorire un progressivo miglioramento della qualità del servizio offerto ed una contestuale riduzione delle commissioni di gestione che gravano sugli OICR.

La semplificazione della commercializzazione transfrontaliera

La direttiva UCITS IV ha semplificato l'attuale disciplina in tema di commercializzazione transfrontaliera allo scopo di superare le inefficienze che, fino ad oggi, hanno caratterizzato quest'ultima. Infatti, detta disciplina si è rivelata particolarmente onerosa e complessa e, conseguentemente, non ha favorito la competizione tra OICR nazionali ed esteri; inoltre, il procedimento in essa previsto ha posto gli OICR in una posizione di svantaggio competitivo rispetto ad altri prodotti finanziari, destinati a investitori al dettaglio, che godono invece di tempi di accesso al mercato molto più brevi.

Pertanto, al fine di semplificare il quadro normativo applicabile, la direttiva

UCITS IV introduce un'adeguata ripartizione delle competenze delle Autorità di vigilanza ed assicura che un OICR autorizzato nello Stato membro di origine abbia il diritto di accedere al mercato di un altro Stato membro, mediante una procedura di notifica semplice e veloce. In particolare, la nuova disciplina prevede che la notifica sia effettuata dall'OICR interessato all'autorità di vigilanza del proprio Stato membro di origine il quale, entro i successivi dieci giorni, deve trasmettere la documentazione prevista dalla direttiva all'autorità di vigilanza dello Stato membro ospitante; a partire dalla comunicazione all'OICR dell'avvenuta trasmissione della documentazione, può avere inizio la commercializzazione transfrontaliera.

La riforma introdotta dalla direttiva UCITS IV, dunque, è volta a rafforzare l'integrazione del mercato comunitario e a ridurre i costi diretti annuali legati alla notifica; allo stesso tempo, detta disciplina dovrebbe incentivare i gestori a migliorare le *performance* degli OICR e garantire agli investitori una scelta molto più ampia rispetto al passato.

L'armonizzazione della normativa in materia di fusioni

La disciplina comunitaria consente la fusione tra gli OICR a prescindere dalla forma legale che essi assumono. Mediante l'introduzione di norme comuni sulle procedure di fusione, la direttiva UCITS IV offre la possibilità agli OICR di sfruttare le relative economie di scala, attraverso una significativa riduzione dei costi ed un miglioramento delle *performance*.

La normativa presta naturalmente grande attenzione anche alla tutela degli interessi degli investitori. Pertanto, è prevista un'articolata procedura che si basa sulla stretta supervisione delle Autorità di vigilanza, sul controllo della fusione da parte di soggetti terzi, su un'adeguata informativa agli investitori e sul riconoscimento di ulteriori diritti a questi ultimi; inoltre, salvo alcune eccezioni, la tutela è rafforzata dalla previsione che i costi della procedura non debbano gravare sugli OICR, ma sui loro gestori.

Le strutture *master-feeder*

Mediante le strutture *master-feeder*, gli investitori hanno la possibilità di sottoscrivere quote o azioni di un OICR, denominato *feeder*, che investe almeno l'85% delle sue attività in quote o azioni di un altro OICR, denominato *master*;

tale struttura, pertanto, consente al gestore dell'OICR *feeder* di affidare la gestione della quasi totalità del portafoglio al gestore dell'OICR *master*.

Il legislatore comunitario intende così introdurre uno strumento volto a favorire l'aggregazione delle attività di OICR di dimensioni sub-ottimali in un unico OICR ed a conseguire significative economie di scala per gli OICR *feeder* a beneficio degli investitori; allo stesso tempo, l'adozione della nuova disciplina consente di concentrare in un unico OICR *master* le attività di OICR simili, anche se costituiti per tipologie di investitori diversi e con differenti strutture dei costi. In tale contesto, inoltre, la possibilità di creare strutture *master-feeder*, oltre a rappresentare un impulso alla crescita dimensionale degli OICR costituisce anche un'alternativa alla commercializzazione *cross border* degli stessi, creando le basi per una chiara demarcazione tra "bacini" di raccolta del risparmio e strutture di "produzione".

Le informazioni essenziali per gli investitori

Il prospetto semplificato, che ai sensi della precedente normativa deve essere consegnato agli investitori prima della sottoscrizione di un OICR, è volto a fornire le informazioni fondamentali sull'OICR oggetto di sottoscrizione, al fine di consentire l'adozione di una decisione pienamente consapevole. Tuttavia l'industria, i consumatori e le stesse Autorità di vigilanza hanno evidenziato che il prospetto semplificato non ha raggiunto gli obiettivi prefissati, poiché si è rivelato eccessivamente lungo e complesso, oltre che inidoneo a consentire un agevole confronto tra i diversi OICR.

Al fine di rimuovere tali criticità, la direttiva UCITS IV prevede pertanto che gli investitori debbano ricevere un documento denominato "Informazioni essenziali per gli investitori", contenente un'informativa breve e facilmente comprensibile che permette di conoscere le principali caratteristiche dell'OICR, come ad esempio gli obiettivi, la politica di investimento, i costi e gli oneri; infatti, il miglioramento della qualità delle informazioni trasmesse agli investitori rappresenta uno degli strumenti che consente a questi ultimi un'agevole valutazione sulla piena rispondenza dell'investimento alle loro esigenze.



Kansas, USA
Mietitura di un campo di frumento

IL REGIME FISCALE DEL RISPARMIO GESTITO E GLI EFFETTI DI UNA POSSIBILE RIFORMA

Il regime fiscale del risparmio gestito e gli effetti di una possibile riforma

Arianna Immacolato

L'attuale regime di tassazione dei fondi di diritto italiano e l'importanza di allinearsi all'Europa

Nel mercato nazionale del risparmio gestito i fondi di investimento di diritto italiano registrano dal 2001 (ossia dall'anno di abolizione del cosiddetto equalizzatore) una persistente tendenza negativa di raccolta. Fino ai primi mesi del 2006, questi deflussi sono stati più che compensati dagli afflussi netti verso omologhi prodotti comunitari; da quella data però (con l'eccezione dei mesi di agosto 2006 e agosto 2007) il saldo totale di raccolta è diventato negativo, come effetto di una caduta nella domanda del prodotto fondo.

Come ormai ben noto, la tendenza a privilegiare in ogni caso i prodotti di diritto estero 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 proprio il regime fiscale e, in particolare, lo sfavorevole trattamento fiscale a cui sono soggetti i fondi di investimento italiani rispetto a quelli comunitari armonizzati.

I redditi dei fondi italiani (e di quelli lussemburghesi storici) sono soggetti a imposta con l'aliquota del 12,5% direttamente a loro carico - invece che dei partecipanti - e per maturazione, ossia nel periodo di imposta in cui sono economicamente maturati. A carico di questi 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: essa risulta applicabile non solo sui redditi effettivamente realizzati dal fondo, ma anche su quelli economicamente maturati e non ancora realizzati.

I redditi dei fondi comunitari armonizzati, invece, sono assoggettabili a imposta (sempre con l'aliquota del 12,5%) 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. In questo caso pertanto il pagamento dell'imposta è differito fino a quando i partecipanti non percepiscono 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, a breve distanza dalla sua entrata in vigore.

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

In primo luogo, i fondi italiani sono costretti a versare annualmente l'imposta sostitutiva sull'incremento di valore registrato dall'attivo. Devono quindi esporre nei propri rendiconti i rendimenti al netto dell'imposta sostitutiva, e devono confrontare tali rendimenti netti con quelli lordi dei fondi comunitari armonizzati e di molte altre attività finanziarie a essi sostituibili. Di conseguenza, anche quando i fondi italiani maturano rendimenti al lordo delle imposte di importo esattamente pari (o maggiore) rispetto a quelli conseguiti dai fondi comunitari armonizzati, essi fanno registrare *performance* peggiori (o comunque penalizzate).

In secondo luogo, i fondi italiani tendono a conseguire rendimenti inferiori a quelli realizzati dai fondi comunitari armonizzati, non soggetti a imposta nello Stato in cui abbiano sede, per una ragione apparentemente contabile, ma che pone un vincolo sostanziale. Dovendo corrispondere l'imposta sostitutiva per maturazione, i fondi italiani non possono reinvestire le somme impiegate per il pagamento di questa stessa imposta; d'altro canto, una parte di queste somme rimane a lungo iscritta nel loro attivo, ed è quindi inclusa a denominatore nel calcolo del rendimento.

Per giustificare l'ultima affermazione, va considerato che la tassazione sul maturato costringe i fondi italiani a iscrivere poste illiquide nell'attivo dei propri rendiconti. A causa dell'andamento negativo registrato dai mercati finanziari, molti fondi italiani hanno infatti accumulato e continuano ad accumulare un rilevante ammontare di risultati negativi di gestione. L'utilizzabilità di questi

risultati a compensazione dei risultati positivi, maturati negli anni successivi dallo stesso fondo o da altro fondo della stessa società di gestione del risparmio (SGR), impone a ciascuna SGR di procedere alla loro valorizzazione nei rendiconti dei fondi, iscrivendo nella voce dell'attivo relativa agli altri crediti l'importo del risparmio d'imposta a essi ricollegabile.

È quindi evidente come si sia venuto a creare, dall'abolizione dell'equalizzatore in poi, 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 (tra cui, *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.

Per le ragioni sin qui esposte, e tenuto conto del particolare momento di congiuntura economica che certamente non favorisce la ripresa del settore, appare ormai improrogabile una revisione del regime di tassazione dei fondi italiani, che elimini le gravi distorsioni sopra descritte (causate dalla tassazione dei redditi del fondo per maturazione) e consenta ai fondi italiani di allinearsi a quanto già avviene in Europa.

La necessità di intervenire per modificare il regime di tassazione dei fondi italiani è peraltro ormai unanimemente riconosciuta da studiosi e operatori del settore (si veda ad esempio il Rapporto del gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani, promosso nel 2008 da Banca d'Italia).

Il percorso di riforma auspicato da Assogestioni

Il regime di tassazione dei fondi comuni

L'associazione lavora ormai da tempo affinché sia esteso ai fondi di investimento italiani e ai fondi lussemburghesi storici il regime fiscale oggi riservato ai fondi comunitari armonizzati e a molti altri strumenti finanziari. Ciò significa che anche i redditi dei fondi di investimento italiani non dovrebbero essere più tassati in capo allo stesso fondo, bensì direttamente a carico dei partecipanti e al momento della realizzazione.

In particolare le linee direttrici sulle quali si fonda la proposta di riforma studiata dall'associazione sono le seguenti:

- tassazione direttamente a carico degli investitori dei proventi che derivano dalla partecipazione ai fondi italiani;
- prelievo dell'imposta al momento del realizzo dei redditi, cosicché l'imposizione fiscale avvenga al momento della percezione dei proventi periodici ovvero del disinvestimento per riscatto o cessione delle quote, secondo le regole già oggi applicabili ai proventi derivanti dalla partecipazione ai fondi esteri comunitari e dall'investimento in molti altri strumenti finanziari;
- mantenimento in capo al fondo della qualifica di soggetto "*lordista*" nella fase di percezione dei redditi di capitale (tranne le eccezioni a oggi esistenti);
- possibilità per gli investitori non residenti che presentino determinati requisiti di ricevere i proventi derivanti dalla partecipazione al fondo al lordo dell'imposta, senza quindi dover attendere i tempi lunghi e incerti connessi al recupero delle imposte pagate dal fondo.

Secondo l'associazione, inoltre, il regime fiscale delineato per i fondi che investono in strumenti finanziari dovrebbe essere 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 (n. 228 del 24 maggio 1999) ha ampliato il catalogo di attività nelle quali i fondi di investimento possono investire il loro patrimonio. In particolare, il 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, di fatto, ne ha finora impedito la costituzione in Italia, sebbene la diffusione di tali fondi potrebbe favorire la creazione di nuovi segmenti del mercato finanziario domestico e rafforzare alcuni dei segmenti già esistenti, rendendoli più efficienti.

Garantendo un'effettiva parità di trattamento fiscale fra i fondi di investimento italiani e un ampio spettro di altri strumenti finanziari, si eliminerebbe uno degli ostacoli fondamentali per la ripresa del settore italiano del risparmio gestito, consentendo ai fondi italiani di essere collocati all'estero.

D'altro canto, la tassazione al momento del realizzo attualmente è già prevista per i fondi immobiliari italiani, che possono pertanto beneficiare della tassazione direttamente a carico degli investitori non solo sui redditi degli immobili, ma

anche sui dividendi delle partecipazioni in società immobiliari e sugli altri redditi di natura finanziaria eventualmente conseguiti.

Non può non osservarsi, infatti, come il regime fiscale dei fondi immobiliari sia applicabile ai fondi che investano almeno i due terzi del patrimonio in immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari; questa percentuale è ridotta al 51% qualora il patrimonio del fondo sia altresì investito, in misura non inferiore al 20%, in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi a oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare. È pertanto possibile già oggi applicare la tassazione al realizzo anche a quei fondi immobiliari che investono anche tutto il loro patrimonio in strumenti finanziari, purché almeno i due terzi (o il 51%) del patrimonio sia rappresentato da partecipazioni in società immobiliari.

La soluzione per il risparmio d'imposta

Come detto in precedenza, per effetto di fasi sfavorevoli attraversate dai mercati finanziari negli anni passati e nei mesi più recenti, molti fondi di investimento italiani hanno accumulato (e stanno accumulando) un ammontare rilevante di risultati negativi di gestione, la cui utilizzabilità a compensazione dei risultati positivi (già maturati o da maturare in anni successivi) ha imposto (e continuerà a imporre) alle SGR di procedere alla relativa valorizzazione nei rendiconti. L'omessa valorizzazione di questi risultati avrebbe avvantaggiato (e avvantaggerebbe) 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. Questo fenomeno ha assunto dimensioni assai significative nel corso degli anni e ha creato uno *stock* di risparmio di imposta difficilmente smaltibile con le attuali regole (pari a 5,8 miliardi di euro al 30 giugno del 2009).

La proposta di riforma avanzata da Assogestioni prevede l'introduzione di un apposito meccanismo per consentire il recupero della massa di risultati negativi maturati prima dell'entrata in vigore del nuovo regime di tassazione. E' da escludere infatti che essi possano essere integralmente sterilizzati per effetto della perdita della soggettività passiva d'imposta da parte dei fondi italiani. Questa sterilizzazione potrebbe avere infatti un impatto dirompente non solo sul comparto dei fondi, ma su tutto il sistema finanziario italiano, per il fatto che costringerebbe le SGR, all'atto dell'entrata in vigore del nuovo regime, a depennare dall'attivo del rendiconto l'intero ammontare del risparmio d'imposta

precedentemente contabilizzato, e ad abbattere quindi il valore delle quote in misura esattamente corrispondente, con effetti fortemente negativi sulla fiducia dei risparmiatori.

Peraltro la scelta di sterilizzare i risultati negativi comporterebbe anche una grave discriminazione di trattamento fra i sottoscrittori: coloro i quali riscattassero le quote prima dell'entrata in vigore del nuovo regime, infatti, potrebbero monetizzare integralmente il risparmio d'imposta correlabile ai risultati negativi maturati dal fondo, mentre quelli che le riscattassero successivamente si vedrebbero disconosciuta questa possibilità.

Questa disparità di trattamento, inoltre, sarebbe anche più grave nel caso in cui i secondi, avendo sottoscritto le quote soltanto successivamente all'emersione dei risultati negativi, avessero dovuto corrispondere alla SGR anche il controvalore dei risparmi d'imposta connessi ai risultati medesimi. E' infatti evidente che, in questo caso, gli investitori sarebbero gravemente penalizzati, poiché non potrebbero più recuperare il predetto controvalore per effetto dell'abbattimento del valore delle quote.

La soluzione proposta dall'associazione per il recupero dei risultati negativi di gestione maturati dai fondi italiani è quella di trasformarli in crediti di imposta infruttiferi e non rimborsabili, utilizzabili da ogni SGR in compensazione delle ritenute sui proventi percepiti dai partecipanti ai fondi dalla stessa gestiti.

Questa soluzione ha il pregio di non incidere in alcun modo sul gettito erariale, in quanto prevede l'adozione della regola che ne guida l'utilizzo nel sistema attuale.

Ad oggi, infatti, i risultati negativi dei fondi di investimento italiani possono essere compensati con i risultati positivi maturati da altri fondi gestiti dalla stessa SGR, oppure riportati in avanti senza limiti temporali.

Secondo la proposta dell'associazione i crediti corrispondenti ai risultati negativi sono utilizzabili dalla singola SGR a scomputo delle ritenute applicabili in capo ai partecipanti, sui proventi derivanti dalla partecipazione ai fondi stessi. Tale previsione garantisce che l'ammontare delle minori ritenute versate corrisponda a quello della minore imposta sostitutiva che i fondi in questione avrebbero versato, compensando il risultato positivo di gestione maturato con i risultati negativi di gestione riportati dagli anni precedenti.

Tale soluzione, tuttavia, potrebbe comportare tempi lunghi di recupero dei risultati negativi trasformati in crediti d'imposta, prolungando la permanenza di

poste illiquide e infruttifere nell'attivo dei fondi.

Qualora si volesse consentire uno smobilizzo più veloce dei crediti d'imposta, si potrebbe consentire alle SGR di utilizzarli, entro determinati limiti annuali, anche per compensare le imposte da essi dovute e/o di cederli a uno o più intermediari che, a loro volta, possano utilizzarli in compensazione delle imposte da essi dovute. La percentuale annua di utilizzo di detti crediti d'imposta potrebbe essere calcolata, per l'anno solare 2010, come rapporto tra l'imposta sostitutiva liquidata da ciascuna SGR nel 2009 in relazione al complesso dei fondi istituiti, e lo *stock* di risparmio di imposta maturato dai medesimi fondi alla data del 1° gennaio 2010.

Per gli anni successivi, invece, la percentuale potrebbe essere calcolata come rapporto fra l'importo ottenuto assumendo il 12,50% della somma dei risultati positivi maturati dai fondi gestiti dalla medesima SGR alla fine dell'anno solare risultanti dai relativi rendiconti, e l'ammontare dei crediti d'imposta rilevato alla data del 1° gennaio dell'anno solare successivo. La suddetta percentuale, comunque, dovrebbe assumere un valore minimo del 10% e un massimo del 100% del credito di imposta iscritto nel rendiconto.



Oregon, USA
Anelli di un tronco di abete Douglas

LA RIFORMA DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE: IL RUOLO DELLE AUTORITÀ DI VIGILANZA E L'IMPATTO SULLE SGR

Il Libro Verde del Ministero del lavoro, della salute e delle politiche sociali: quale sviluppo per la previdenza complementare?

Sonia Maffei e Arianna Immacolato

La consultazione - avviata negli ultimi mesi dello scorso anno dal Ministero del lavoro, della salute e delle politiche sociali - relativa al Libro Verde sul futuro del modello sociale, con lo scopo di avviare un dibattito pubblico sul futuro del sistema di *welfare*, ha reso possibile svolgere alcune considerazioni anche sull'attuale assetto del sistema di previdenza complementare in Italia.

Non si può trascurare, infatti, come lo sviluppo di questo sistema, funzionalmente necessario al ridisegno dell'intero sistema di *welfare*, richieda a tutt'oggi ulteriori interventi tesi a favorire l'incremento del tasso di adesione, nonché la diffusione presso tutti i settori produttivi.

Le riflessioni che seguono, per l'appunto, rispondono all'intenzione di individuare possibili aree di intervento e linee di azione necessarie per una maggiore diffusione del sistema di previdenza complementare nel nostro Paese, in particolar modo presso le generazioni più giovani.

Oltre ai temi - ormai noti e più volte trattati da questa associazione - dello sviluppo delle adesioni collettive nei settori produttivi non sindacalizzati, da attuare attraverso lo strumento del fondo pensione aperto (più versatile rispetto al fondo pensione negoziale di categoria), e di quello più generale della *governance* delle forme pensionistiche complementari, da ridefinire e rimodellare in funzione di una maggior tutela degli aderenti e di un contenimento dei costi, appare opportuno esaminare in questa sede gli ulteriori aspetti connessi a:

- 1) una gestione maggiormente flessibile delle contribuzioni nella fase di accumulo;
- 2) la valutazione di una diversa disciplina della fase di erogazione delle prestazioni pensionistiche;
- 3) il ruolo svolto da FONDINPS;
- 4) il trattamento fiscale e contributivo della previdenza complementare.

Per ciò che concerne il primo aspetto, la possibilità di prevedere meccanismi di gestione delle contribuzioni dei lavoratori iscritti alla previdenza complementare (in particolar modo di quelli che aderiscono in maniera tacita) attraverso meccanismi cosiddetti *life cycle*, o altri meccanismi di allocazione delle risorse che consentono ai gestori di calibrare l'investimento al variare dell'età anagrafica e del momento del pensionamento dell'aderente, sortirebbe l'effetto di scoraggiare una composizione dei portafogli inefficiente, quale quella attualmente prevista *ex lege* per i lavoratori silenti; questi ultimi, indipendentemente dall'orizzonte temporale di permanenza nel sistema della previdenza complementare, vengono infatti inseriti nei comparti a contenuto più prudentiale, caratterizzati da una garanzia con rendimenti nominali almeno pari al tasso di rivalutazione del TFR.

A quanto appena evidenziato deve aggiungersi la necessità di prevedere ulteriori e più efficaci forme di assistenza e di informazione agli aderenti relativamente alla scelta del comparto di investimento. Ciò anche al fine precipuo di migliorare la conoscenza degli stessi e la loro propensione al rischio.

Non v'è dubbio che un meccanismo utile per raggiungere tale scopo sia rappresentato dall'esigenza che le forme pensionistiche si dotino di appositi questionari di valutazione. A tale riguardo, appare opportuno ricordare come Assogestioni ha provveduto sin dal 2008, per le Sgr che istituiscono fondi pensione aperti, all'elaborazione di un apposito questionario, da sottoporre agli aderenti nell'ambito delle operazioni di adesione o di trasferimento da una forma pensionistica all'altra, che sia di ausilio alla valutazione del grado di conoscenza dell'aderente sul prodotto di riferimento, sugli investimenti e sulle garanzie offerte.

Si tratta nello specifico del questionario per la valutazione del fabbisogno previdenziale del potenziale aderente, per mezzo del quale, attraverso appositi meccanismi e criteri di valutazione, è possibile individuare un profilo dell'aderente stesso che consente all'operatore incaricato della distribuzione del prodotto di indirizzarlo verso l'investimento maggiormente compatibile con le proprie attitudini e la propria propensione al rischio.

Altro tema sul quale appare opportuno svolgere qualche considerazione è senz'altro quello della fase di erogazione delle prestazioni pensionistiche. E ciò non solo in ragione degli aspetti fiscali ad essa connessi.

Diverse ricerche, fra cui quella di Maurer¹, hanno posto in evidenza la subottimalità rappresentata dal vincolo di conversione del montante contributivo

¹Raimond Murer, Barbara Somova (February 2009), *Rethinking Retirement Income Strategies - How Can We Secure Better Outcomes for Future Retirees?*, EFAMA

in rendita al raggiungimento di un'età prefissata.

In funzione delle preferenze soggettive dell'individuo, del livello del reddito e di ricchezza e del peso della previdenza complementare rispetto alle coperture previdenziali offerte dal primo pilastro, è possibile dimostrare come la massimizzazione del suo benessere può essere meglio conseguita consentendogli di posticipare la conversione in rendita in un momento successivo rispetto a quello di ritiro dalla forza lavoro attiva, prorogando quindi la fase di accumulo oltre l'età di uscita dal mondo del lavoro.

A tale proposito giova ricordare come il mercato delle rendite risulti tanto più efficiente quanto più si riduce la speranza di vita attesa. Pertanto, l'attuale vincolo di conversione in rendita rischia di ridurre la possibilità per l'individuo di godere di rendimenti più elevati per un periodo di tempo più lungo, nonché di limitare la concorrenza nel mercato delle rendite.

Riguardo al ruolo di FONDINPS, poi, è bene rilevare come nello spirito originario della riforma della previdenza complementare tale fondo avrebbe dovuto ricoprire un ruolo meramente residuale, volto ad accogliere il TFR dei lavoratori silenti privi di un fondo pensione per la categoria di appartenenza.

Tuttavia, stanti questi principi, il quadro regolamentare delineatosi successivamente ha introdotto elementi potenzialmente distorsivi delle finalità originarie e della stessa parità competitiva fra i diversi attori della previdenza complementare. Ciò è dovuto alla possibilità, riconosciuta ai lavoratori silenti, di incrementare i flussi di TFR con proprie contribuzioni, e alla previsione che FONDINPS possa stipulare apposite convenzioni con l'INPS per l'erogazione delle prestazioni e per i servizi amministrativi e contabili, fino alla possibilità - riconosciuta dalla legge finanziaria per l'anno 2007 - di costituire un'apposita gestione presso lo stesso INPS, alimentata con il TFR, dei trattamenti aggiuntivi a quelli della pensione obbligatoria.

Non v'è dubbio che le peculiarità appena descritte conferiscono al fondo in parola un ruolo tutt'altro che residuale e marginale, quale sarebbe dovuto essere nell'impianto originario della riforma.

Infine, sul fronte fiscale, non può non osservarsi come l'attuale regime di tassazione della previdenza complementare rappresenti un'anomalia rispetto al modello adottato dalla maggioranza degli Stati europei, ossia il modello EET, che prevede l'esenzione dei contributi versati e dei rendimenti prodotti dal

fondo e la tassazione piena dei benefici erogati.

La scelta del legislatore italiano è stata invece quella di esentare la fase dei versamenti dei contributi (entro determinati limiti di deducibilità), di tassare i rendimenti prodotti nella fase di accumulazione con un'aliquota di poco inferiore rispetto a quella ordinaria delle rendite finanziarie (11% anziché 12,5%) e di tassare, in misura fortemente ridotta, le prestazioni finali erogate (modello ETT).

È auspicabile quindi un completo allineamento del regime impositivo italiano al modello europeo, attraverso l'abolizione dell'imposta sostitutiva sui rendimenti finanziari maturati nella fase di accumulazione. Tale misura, che avrebbe peraltro un limitato impatto sul bilancio pubblico (quantificabile tra i 100 e i 200 milioni di euro), costituirebbe un'indubbia attrattiva per i lavoratori che ancora non hanno aderito al secondo pilastro.

È da considerare, inoltre, che il regime fiscale fortemente agevolato delle prestazioni erogate in forma di rendita o di capitale, su cui si basa l'attuale sistema di tassazione, presenta elementi di indubbia criticità.

Come noto, per le suddette prestazioni sono state fissate delle aliquote particolarmente favorevoli, se confrontate con quelle ordinarie e con quelle previste per il TFR lasciato in azienda. La parte imponibile delle prestazioni pensionistiche è soggetta, infatti, a una ritenuta alla fonte a titolo di imposta nella misura del 15%, che si riduce di 0,3 punti percentuali per ogni anno di partecipazione al fondo successivo al quindicesimo, fino a un massimo del 9%.

Questo meccanismo è contestabile tanto sul piano dell'equità (trattamento fiscale differenziato tra primo e secondo pilastro, a favore del secondo e introduzione di effetti regressivi) quanto su quello della moltiplicazione delle aliquote (che contrasta con una generale tendenza alla semplificazione dei regimi di tassazione). Al di là di queste considerazioni, è da valutare l'elevato rischio politico legato all'eventualità che tale regime possa essere in futuro rivisto in senso peggiorativo, a danno degli aderenti che si troveranno nella fase di erogazione.

Non può non segnalarsi, infine, come i numerosi interventi legislativi succedutisi nel corso degli anni abbiano determinato lo stratificarsi di tre diversi regimi impositivi, a seconda del periodo temporale di accumulazione delle risorse. Sotto tale profilo, è innegabile la necessità di una semplificazione dell'attuale

impianto normativo, che può determinare una riduzione degli oneri attualmente gravanti sugli operatori, rafforzando nel contempo la trasparenza e la fiducia degli iscritti in merito al prelievo fiscale ad essi effettivamente applicato.

Il ruolo dell'autoregolamentazione: le Linee guida sui trasferimenti

Camilla Pellegrini e Serena Fanali

Nel corso del 2008, con il completamento del quadro normativo secondario di attuazione del decreto legislativo n. 252 del 5 dicembre 2005, sono state avviate alcune iniziative di autoregolamentazione volte alla definizione - nel rispetto del quadro normativo vigente - delle *best practice* operative e procedurali per le forme pensionistiche complementari, al fine di agevolare queste ultime nell'espletamento di alcune specifiche funzioni e, al contempo, allo scopo di tutelare maggiormente gli interessi dei partecipanti.

In particolare Assogestioni - alla presenza del Ministro del lavoro e della previdenza sociale e del Presidente della COVIP, e congiuntamente alle altre associazioni di categoria rappresentative degli operatori di settore - ha sottoscritto le Linee guida per la gestione dei trasferimenti delle posizioni individuali tra le forme di previdenza complementare.

Il codice di autoregolamentazione in tema di trasferimenti rappresenta un'iniziativa volta a dare stimolo allo sviluppo di un settore di previdenza complementare aperto e concorrenziale, al fine di consentire ai lavoratori una libera circolazione tra le diverse forme pensionistiche, anche nell'ottica di promuovere la parità e l'efficienza competitiva tra i diversi prodotti offerti sul mercato.

Le Linee guida - l'adesione alle quali è facoltativa e rimessa alla discrezionalità delle forme pensionistiche complementari, che possono decidere di aderire in qualsiasi momento - definiscono le norme di comportamento cui le forme pensionistiche sono tenute e gli *standard* minimi di efficienza da osservare nella gestione ed esecuzione delle richieste di trasferimento delle posizioni individuali degli aderenti da una forma pensionistica a un'altra, al fine di garantire loro la completezza delle informazioni scambiate tra i fondi pensione coinvolti nell'operazione di trasferimento, nonché l'ottimizzazione dei tempi per l'evasione delle richieste.

I principi sottesi alle Linee guida attengono da un lato alla minimizzazione dei

tempi entro i quali le forme pensionistiche sono tenute a dare corso ai singoli adempimenti che compongono la procedura di trasferimento (che ai sensi dell'articolo 14, comma 6, del decreto legislativo n. 252/05 devono essere effettuati nel termine massimo di sei mesi dalla data di esercizio della facoltà di trasferimento), e dall'altro lato alla definizione delle modalità di comunicazione tra le forme pensionistiche, nonché alla standardizzazione delle informazioni minime che il fondo cedente è tenuto a comunicare al fondo cessionario.

Gli aderenti possono pertanto presentare la richiesta di trasferimento a un'altra forma pensionistica complementare compilando l'apposito modulo predisposto dal fondo di provenienza – in attesa della redazione, da parte delle associazioni firmatarie, del modulo di trasferimento uniforme per tutte le forme pensionistiche complementari – ovvero in carta libera, indicando le informazioni essenziali per porre in essere il trasferimento stesso.

È importante sottolineare che le forme pensionistiche sono tenute a dare pubblicità dell'avvenuta adesione alle Linee guida nel proprio sito Internet nonché nel sito istituzionale dedicato (attualmente www.mefop.it). L'elenco delle forme pensionistiche è inoltre disponibile sui siti delle associazioni di categoria firmatarie.

Sul piano formale le Linee guida si compongono di due parti: l'articolato, nel quale sono disciplinati gli aspetti procedurali e le tempistiche per l'evasione delle richieste di trasferimento, e l'Allegato I, contenente il tracciato per la comunicazione delle informazioni minime necessarie all'esecuzione del trasferimento. In particolare, al fine di consentire la corretta applicazione delle imposte dovute sulle prestazioni previdenziali erogate, nel predetto tracciato sono riportati i dati relativi alla quota degli importi trasferiti di competenza dei tre periodi di maturazione (M1 quota di competenza fino al 31/12/2000; M2 quota di competenza dal 1/1/2001 al 31/12/2006; M3 quota di competenza dal 1/1/2007).

Tali informazioni riguardano, tra l'altro, le quote del TFR maturate al 31 dicembre 2006 che siano state successivamente conferite alle forme di previdenza complementare.

Con riguardo al regime fiscale applicabile al TFR pregresso, l'Agenzia delle Entrate ha precisato che le somme trasferite sono soggette al regime vigente nei vari periodi di maturazione del TFR versato, e che si considerano quali anni di effettiva contribuzione alla forma di previdenza complementare i periodi di formazione del TFR, se superiori a quelli di contribuzione al fondo.

E' stato inoltre chiarito che questa attribuzione convenzionale rileva ai soli fini

della determinazione del trattamento applicabile agli importi trasferiti, non comportando ulteriori effetti, quali ad esempio l'acquisizione della qualifica di "vecchi iscritti" per quei soggetti che non risultavano tali prima del trasferimento delle quote di TFR già maturate.

La stima della prestazione pensionistica attesa: l'introduzione del progetto esemplificativo

Camilla Pellegrini

Nel mese di gennaio del 2008, la COVIP ha emanato le istruzioni per la redazione del Progetto esemplificativo. Il Progetto rappresenta uno strumento a disposizione degli aderenti o potenziali tali per la stima della propria prestazione pensionistica complementare, al fine di consentire agli interessati l'effettuazione di scelte e valutazioni consapevoli in merito al loro rapporto di partecipazione alla forma pensionistica complementare, con particolare riferimento ai riflessi che dette scelte hanno sull'entità della prestazione attesa al momento del pensionamento.

L'introduzione di una "bussola", che consenta di stimare la futura prestazione pensionistica, permette agli aderenti di qualsiasi forma di previdenza complementare (fondi pensione aperti, fondi pensione negoziali, PIP) di conoscere la quota della propria pensione riconducibile alle prestazioni complementari, e di conseguenza stimare l'effetto e valutare l'impatto su di essa di eventuali opzioni esercitabili dall'iscritto (anticipazioni, riscatti parziali, riallocazione dei versamenti contributivi, etc.)

In tal modo si intende accrescere la consapevolezza dell'iscritto circa le conseguenze che le scelte operate nel corso del rapporto possono determinare sulla prestazione finale attesa. Il Progetto contribuisce a favorire una maggiore attenzione sia in sede di adesione sia nel corso del rapporto di partecipazione, attraverso il monitoraggio dell'evoluzione del piano previdenziale e la verifica, tempo per tempo, dell'adeguatezza del piano pensionistico in corso di costruzione rispetto agli obiettivi di copertura che esso intende conseguire e di operare per tempo le opportune modifiche.

Le istruzioni per la predisposizione del Progetto esemplificativo (che intervengono a completare il quadro regolamentare attuativo del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, già introdotto dalle Direttive generali alle forme pen-

sionistiche complementari emanate dalla COVIP il 28 giugno 2006) prevedono, in primo luogo, la consegna periodica agli iscritti, con cadenza annuale, di una stima personalizzata dell'evoluzione attesa della posizione individuale nel corso del rapporto di partecipazione, e del valore della prima rata di rendita corrispondente alla conversione del montante maturato al momento del pensionamento.

La stima deve essere elaborata dagli operatori in considerazione della metodologia *standard* individuata sulla base di ipotesi di calcolo stabilite dalla COVIP (rendimenti attesi, basi tecniche utilizzate in fase di erogazione delle prestazioni), nonché in considerazione delle informazioni proprie relative all'iscritto - dati anagrafici, profilo di investimento, livello di contribuzione, ecc. - e di quelle proprie della forma pensionistica complementare, quali i costi applicati dal comparto prescelto dall'aderente.

A tale riguardo giova rilevare come parrebbe opportuna una revisione delle disposizioni in tema di modalità di redazione e ipotesi di calcolo del Progetto esemplificativo, stante peraltro la possibilità riconosciuta alle forme pensionistiche complementari di non procedere all'invio della stima personalizzata per l'anno 2009, al fine di includere, tra l'altro, opportune modalità di rappresentazione della correlazione tra grado di rischio e tasso di rendimento insita nel prodotto prescelto.

Alla predisposizione di un Progetto esemplificativo personalizzato si affianca, poi, la redazione di un Progetto cosiddetto standardizzato da consegnare agli aderenti, unitamente alla Nota informativa, in sede di adesione, al fine di consentire una più consapevole scelta da parte dei soggetti interessati.

Quest'ultimo strumento di stima, anch'esso elaborato in conformità di una metodologia uniforme per tutte le forme di previdenza complementare, è elaborato, per ogni singolo comparto, sulla base delle caratteristiche di diverse figure tipo caratterizzate per età, sesso e livello di contribuzione.

Un ulteriore strumento a disposizione degli aderenti e potenziali tali, volto a consentire scelte consapevoli circa il rapporto di partecipazione alla forma pensionistica, concerne i motori di calcolo disponibili presso i siti Internet delle forme pensionistiche complementari, attraverso i quali gli aderenti possono effettuare simulazioni personalizzate della loro prestazione attesa, modificando anche le variabili utilizzate nel Progetto esemplificativo inviato dalla forma pensionistica, con particolare riferimento alla rappresentazione del rischio dell'investimento,

attualmente non prevista nelle stime personalizzate inviate agli aderenti.

Si evidenzia che i motori di calcolo potranno consentire di stimare anche il tasso di copertura atteso dal sistema di previdenza obbligatoria di appartenenza, nella cui rappresentazione sia chiaramente identificabile la quota riconducibile alla prestazione di base e quella relativa alla prestazione complementare. Ciò al fine di permettere agli aderenti di conoscere e valutare il proprio tasso complessivo di sostituzione al momento del pensionamento.

A tale proposito, si auspica un intervento congiunto delle Autorità e delle Amministrazioni preposte volto a introdurre nel nostro ordinamento, analogamente a quanto già previsto in altri Paesi, opportune modalità di comunicazione che migliorino la percezione del tasso atteso di copertura pensionistica, anche per quanto concerne l'informativa della copertura prevista dal sistema di base.



Mosca, Russia
Particolare di una statua

IL SIDE POCKET E LE ALTRE MISURE ANTI-CRISI PER I FONDI SPECULATIVI ITALIANI

Il *side pocket* e le altre misure anti-crisi per i fondi speculativi italiani

Roberta D'Apice e Chiara Petronzio

La risposta delle Autorità di vigilanza al crollo dei mercati

I fondi speculativi italiani sono stati interessati da alcune importanti modificazioni normative anche in relazione ai noti eventi che hanno colpito il mondo finanziario, soprattutto nel corso dell'ultimo anno.

Come è noto, uno dei principali effetti dei suddetti eventi è stato rappresentato da una situazione di generalizzata scarsa liquidità che ha investito i mercati. Tale crisi ha inciso sulle possibilità e sulle condizioni di smobilizzo degli investimenti provocando, con particolare riguardo ai fondi speculativi, difficoltà o impossibilità nel far fronte puntualmente alle richieste di rimborso provenienti dai partecipanti, alle scadenze indicate nei regolamenti di gestione dei fondi stessi.

Allo scopo di evitare – nell'interesse degli investitori in fondi speculativi – la liquidazione dei fondi in questione, il legislatore italiano, in linea con quanto effettuato anche in altri Stati membri dell'Unione Europea (ad esempio, in Francia), ha introdotto nel nostro ordinamento la possibilità per i fondi della specie in oggetto di adottare misure, di carattere eccezionale, dirette a gestire le difficoltà di liquidazione degli assets in patrimonio, in funzione delle richieste di rimborso pervenute alle società di gestione di tali fondi. Specificamente, si tratta di misure che hanno consentito a molti fondi speculativi di evitare la più drastica soluzione della liquidazione grazie all'introduzione nei regolamenti di gestione di modalità di rimborso peculiari: dal dicembre 2008 le società di gestione di fondi speculativi italiane possono prevedere i c.dd. gates nonché creare strutture c.dd. di *side pockets*.

Al fine di rendere le misure in oggetto applicabili nel più breve tempo possibile, la Banca d'Italia ha dato attuazione alla normativa primaria in materia stabilendo, per tale profilo, l'approvazione in via generale, vale a dire senza istruttoria da

parte dell'Autorità di vigilanza, delle clausole regolamentari dirette a recepire e disciplinare i suddetti meccanismi. Tale speciale procedimento di approvazione è stato peraltro limitato ai casi in cui le clausole regolamentari fossero redatte in conformità con le clausole standard elaborate dalla medesima Autorità di vigilanza. L'efficacia delle clausole in parola è stata, almeno nella prima fase di attuazione della disciplina in commento (sul punto cfr. *infra*), immediata.

Peraltro, anche nella prospettiva di assicurare la parità di trattamento tra i partecipanti, è stato previsto che i peculiari strumenti in oggetto potessero trovare applicazione anche con riferimento alle domande di rimborso già presentate prima dell'adozione della modifica regolamentare, ma non ancora regolate o liquidate. Le SGR che hanno inteso avvalersi di tale possibilità hanno dovuto specificare detta circostanza nella delibera di approvazione della modifica regolamentare, indicando le ragioni per le quali ritenessero che l'applicazione retroattiva della modifica medesima rispondesse all'interesse dei partecipanti.

Il descritto regime di efficacia delle modifiche regolamentari finalizzate all'introduzione di *gates* e *side-pockets* ha, come accennato, carattere eccezionale e potrà essere utilizzato fino al 31 dicembre 2009. Successivamente a tale data, le clausole in materia potranno essere introdotte nei regolamenti di gestione dei fondi speculativi ma non potranno essere applicate con efficacia immediata, né alle domande di rimborso ancora da regolare o liquidare. Resta invece ferma la possibilità di ottenere l'approvazione in via generale, ove la modifica in questione sia effettuata mediante l'introduzione nel regolamento di gestione delle clausole standard predisposte dall'Autorità di vigilanza.

L'introduzione dei *gates* come forma di tutela del patrimonio

I c.dd. *gates* (letteralmente "cancelli") consistono in clausole regolamentari volte a graduare la percentuale di rimborsi riconosciuta agli investitori interessati, in presenza di flussi netti di riscatto di ammontare superiore ad una determinata soglia.

Più precisamente, le società di gestione di fondi speculativi che hanno deliberato l'adozione dei *gates* hanno previsto che – nel caso di richieste di rimborso complessivamente superiori in un dato giorno o periodo al 15 per cento del valore complessivo netto del fondo – il rimborso delle quote eccedente il pre-

detto ammontare fosse sospeso in misura proporzionale alle quote per le quali ciascun sottoscrittore ha richiesto il rimborso. In tal caso, le quote non rimborsate vengono trattate come una nuova domanda di rimborso presentata il primo giorno successivo all'effettuazione dei rimborsi parziali.

La normativa di dettaglio della Banca d'Italia ha poi specificato che, in ragione della misura in oggetto, potrebbe accadere che il numero di quote detenute da un certo partecipante scenda al di sotto di quello corrispondente, all'atto della prima sottoscrizione delle quote, all'importo minimo di sottoscrizione, pari, come è noto, a 500 mila euro (previsto dall'articolo 16 del D.M. 228/1999). In tali casi, tenuto conto del fatto che tale diminuzione è determinata da circostanze indipendenti dalla volontà del partecipante, la domanda di rimborso si intende confermata automaticamente per le scadenze successive fino al completo rimborso, salvo il caso in cui il partecipante successivamente sottoscriva un ammontare necessario a ristabilire il rispetto della sottoscrizione minima. In altri termini, la sottoscrizione di un ammontare tale da ristabilire il rispetto della sottoscrizione minima di 500 mila euro fa venire meno la conferma automatica della domanda di rimborso.

La gestione degli asset illiquidi e i meccanismi di *side pocket*

I meccanismi di *side-pocket* possono essere utilizzati quando la cessione di determinati assets non è conforme all'"interesse dei partecipanti", dovendosi intendere con tale espressione non solo gli interessi patrimoniali, ma anche gli interessi legati alla parità di trattamento tra i partecipanti stessi. In questo senso, le *side pockets* vengono in considerazione quando occorre evitare situazioni in cui i partecipanti che presentano le proprie richieste di rimborso ricevono il prodotto della vendita di attivi liquidi e i partecipanti che rimangono nel fondo si trovano, di conseguenza, "vincolati" ad un fondo il cui patrimonio rimane costituito prevalentemente di attivi problematici. L'obiettivo delle nuove disposizioni in materia di *side-pockets* è, quindi, quello di facilitare il funzionamento di OICR che detengono assets "in crisi".

Nella suddetta prospettiva, le *side pockets* possono essere create in circostanze eccezionali, che ostacolano il normale funzionamento del fondo, e non devono rappresentare in alcun caso una tecnica di gestione della liquidità. Può trattarsi, ad esempio, di incertezze sulla valorizzazione di assets che rappresentino una

percentuale significativa dell'attivo del fondo, incertezza che impedisca la pubblicazione del NAV. Può trattarsi, altresì, di isolare degli assets divenuti illiquidi a seguito di circostanze eccezionali (per esempio, il fallimento dell'emittente; l'interruzione della liquidità per assenza di mercato; ecc.). Più in generale, l'adozione di *side-pockets* può ritenersi giustificata in fattispecie nelle quali l'improvvisa riduzione del grado di liquidità delle attività detenute nei portafogli dei fondi, associata a elevate richieste di rimborso delle quote, può avere conseguenze negative per la gestione dei fondi stessi.

Potrebbe essere necessario, infatti, smobilizzare le attività illiquide, in assenza di un mercato che assicuri la formazione di prezzi affidabili. In tali casi, per non pregiudicare l'interesse dei partecipanti al fondo *hedge* la creazione dei c.d. *side pockets* consente di trasferire le attività illiquide del fondo speculativo in un fondo comune d'investimento di tipo chiuso appositamente costituito (c.d. fondo chiuso di *side pocket*) e di modulare le richieste di rimborso del fondo speculativo nel rispetto dell'interesse e della parità di trattamento dei partecipanti.

L'operazione si realizza attraverso la scissione parziale del fondo speculativo a seguito della quale le attività liquide continuano ad essere detenute nel fondo speculativo, mentre quelle illiquide sono trasferite al fondo chiuso di *side pocket*.

La definizione delle attività illiquide da trasferire al fondo chiuso è rimessa al prudente apprezzamento della SGR. A tal fine la SGR deve tenere conto di molteplici fattori, relativi alla liquidità degli strumenti finanziari in portafoglio, alle caratteristiche del fondo e alle condizioni generali del mercato in cui sono trattati gli strumenti finanziari detenuti dal fondo stesso. Tra i beni che possono rappresentare "attività illiquide" (e che quindi possono essere trasferiti al fondo chiuso di *side pocket*) vi è anche il risparmio di imposta. Nel caso in cui mutino le circostanze in base alle quali la SGR ha considerato illiquide determinate attività, trasferendole al fondo chiuso, l'organo amministrativo della SGR può, se consentito dai regolamenti dei fondi, deliberare il trasferimento delle stesse al fondo speculativo o ad altro fondo gestito dalla medesima SGR.

Il fondo speculativo, ridimensionato, ma liquido, continua a svolgere la propria attività secondo la politica d'investimento prevista nel regolamento di gestione, mentre il fondo chiuso di *side pocket* non può emettere nuove quote ed è gestito in un'ottica di smobilizzo delle attività illiquide detenute, procedendo ai rimborsi delle quote via via che le attività sono liquidate.

Il fondo chiuso di *side-pocket* non può effettuare investimenti. Esso può solo: a) compiere le operazioni necessarie a liquidare le proprie attività; b) negoziare beni con altri fondi gestiti dalla medesima SGR; c) utilizzare strumenti finanziari derivati unicamente con finalità di copertura del rischio; d) detenere disponibilità liquide – diverse da quelle finalizzate al rimborso delle quote – esclusivamente per far fronte alle spese di pertinenza dello stesso e per effettuare operazioni di copertura dei rischi; e) assumere prestiti, della durata massima di 6 mesi, di importo massimo pari al 10% del valore complessivo netto del fondo, per far fronte a sfasamenti temporanei di cassa.

La decisione di istituire il fondo chiuso di *side-pocket* deve essere comunicata dalla SGR tempestivamente a tutti i partecipanti al fondo speculativo, trasmettendo agli stessi la relazione – approvata dall'organo amministrativo della SGR – che illustra sinteticamente: a) le motivazioni dell'operazione e le fasi in cui la stessa si realizza; b) le attività illiquide da trasferire al fondo chiuso e i criteri di individuazione delle stesse; c) le caratteristiche principali (durata; spese; rimborsi parziali, ecc.) del fondo chiuso nonché d) il piano per lo smobilizzo delle attività illiquide. A detta relazione deve essere allegato il regolamento del fondo chiuso.

I partecipanti al fondo speculativo ricevono un numero di quote del fondo chiuso uguale a quello che detengono nel fondo speculativo. Nell'ambito dei partecipanti al fondo sussistono, perciò, investitori che hanno chiesto il rimborso, i quali ricevono il rimborso delle quote del fondo speculativo di propria spettanza e mantengono quelle del fondo chiuso di *side-pocket*, nonché investitori che non hanno chiesto il rimborso, i quali mantengono sia quote del fondo speculativo, sia quote del fondo chiuso; ove questi ultimi investitori intendano chiedere il rimborso, detta richiesta può essere riferita esclusivamente alle quote del fondo speculativo di spettanza degli investitori in discorso.

Il rimborso delle quote del fondo chiuso di *side-pocket* avviene, conformemente alla natura chiusa del fondo stesso, alla scadenza del fondo ovvero, durante la vita del medesimo, ove il relativo regolamento di gestione preveda la possibilità di procedere a rimborsi parziali pro-quota a fronte di disinvestimenti. Dette operazioni di disinvestimento vengono effettuate nel momento in cui si ricostituiscono situazioni di mercato favorevoli e gli assets facenti parte del patrimonio del fondo chiuso possono liquidati a condizioni adeguate.

Pertanto, le SGR possono reinvestire, su richiesta dei partecipanti che risultino

ancora titolari delle quote del fondo speculativo, il controvalore del rimborso delle quote del fondo chiuso di *side pocket* ad essi spettanti in quote o frazioni di quote dello stesso fondo speculativo, ovvero di altro fondo risultante da operazione di fusione del medesimo. Detta eventualità evita che il partecipante sia costretto ad uscire definitivamente dall'investimento per effetto della creazione della *side-pocket*.

La SGR può imputare al fondo chiuso di *side pocket* solo le spese tassativamente elencate dalla Banca d'Italia e, cioè: costi inerenti alla dismissione delle attività; il compenso della banca depositaria; le spese di revisione della contabilità e dei rendiconti dei fondi; gli oneri finanziari e le spese per i prestiti assunti dal fondo; le spese dei prospetti periodici e gli oneri fiscali di pertinenza del fondo. La SGR non può percepire un compenso per la gestione del fondo chiuso, ma sono ammessi il recupero dei costi relativi all'amministrazione delle attività del fondo e la partecipazione della SGR al risultato della liquidazione.

Analogamente al caso di introduzione dei c.dd. *gates*, anche l'istituzione di fondo chiusi di *side pocket* può determinare la diminuzione del numero di quote detenute dai partecipanti al di sotto di quello corrispondente, all'atto della prima sottoscrizione delle quote, all'importo minimo di sottoscrizione di 500 mila euro (previsto dall'articolo 16 del D.M. 228/1999). Tenuto conto del fatto che tale diminuzione è determinata da circostanze indipendenti dalla volontà del partecipante, anche in detta ipotesi (come per i *gates*) il partecipante non è tenuto a reintegrare la propria partecipazione sino al minimo di 500 mila euro.



Lisbona, Portogallo
Palazzina nel quartiere di São Vicente de Fora

EDILIZIA SOCIALE E APERTURA AL MERCATO: LE NUOVE PROSPETTIVE DEL REAL ESTATE IN ITALIA

Il ruolo dei fondi immobiliari nello sviluppo del *social housing*

Sonia Maffei e Arianna Immacolato

Semaforo verde per l'attuazione del Piano nazionale di edilizia abitativa, il cosiddetto Piano casa. Con la firma, il 16 luglio 2009, del decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, e la sua pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale del 19 agosto 2009, n. 191, la realizzazione del Piano Casa previsto dall'articolo 11 del dl n. 112 del 2008 (la cosiddetta manovra d'estate) è ormai alle porte. Questione di giorni - almeno per i fondi immobiliari, primari attori del progetto - quelli necessari al gruppo di lavoro istituito presso il Ministero delle infrastrutture e dei trasporti, per definire gli ulteriori requisiti che i regolamenti dei fondi dovranno avere per poter partecipare all'iniziativa.

Un'iniziativa ambiziosa, con l'obiettivo della costruzione di nuove abitazioni, da destinare a nuclei familiari e giovani coppie a basso reddito, studenti fuori sede, anziani in condizioni sociali o economiche svantaggiate, immigrati residenti in Italia da almeno 10 anni o che vivono nella stessa regione da almeno 5, nonché la realizzazione di misure di recupero del patrimonio abitativo esistente.

Ammontano a 150 milioni di euro le risorse statali destinate al progetto; per la restante parte, le risorse finanziarie saranno reperite attingendo ai capitali privati nonché attraverso i fondi derivanti da cofinanziamenti europei e internazionali. E' attraverso la realizzazione di forme di partenariato pubblico-privato, infatti, che il Governo punta all'attuazione del predetto Piano casa.

Per l'industria del risparmio gestito il Piano rappresenta una grande opportunità di sviluppo.

Il sistema integrato nazionale e locale di fondi immobiliari - la prima delle linee di intervento indicate dal decreto - per la realizzazione di immobili per l'edilizia residenziale sociale, ovvero la promozione di strumenti finanziari immobiliari innovativi, con la partecipazione di soggetti pubblici e/o privati, per la valorizzazione e l'incremento dell'offerta abitativa in locazione, verrà attuato attraverso

la costituzione di uno o più fondi, le cui quote di partecipazione potranno essere sottoscritte esclusivamente da investitori istituzionali.

Sono già definiti dal decreto di attuazione, in parte, i requisiti che i regolamenti dei fondi immobiliari dovranno avere.

Innanzitutto, la dimensione obiettivo dovrà essere pari a 3 miliardi di euro, con un ammontare minimo di 1 miliardo; una durata non inferiore a 25 anni; un rendimento obiettivo in linea con quello di strumenti finanziari comparabili presenti sul mercato; un'adeguata diversificazione territoriale degli investimenti; una composizione degli organi del fondo tale da assicurare un'adeguata rappresentatività agli investitori. Inoltre, dovranno definire adeguati criteri di partecipazione agli investimenti locali, acquisendo partecipazioni di minoranza fino a un limite massimo del 40%. Ulteriori dettagli saranno poi individuati dal gruppo di lavoro prima richiamato, costituito a questo scopo.

Tuttavia, l'iniziativa in parola sarà in grado di sortire effetti positivi soltanto là dove si riesca a operare un utile coordinamento fra i due settori, pubblico e privato.

In un'eventuale ripartizione di competenze, al settore pubblico spetterebbe il compito di fornire un adeguato supporto alla fase procedimentale amministrativa (ad esempio nella pianificazione e nell'assegnazione delle concessioni), oltre ovviamente alla contribuzione economica necessaria alla realizzazione del progetto. Il soggetto privato, invece, oltre a partecipare al finanziamento, dovrebbe provvedere a realizzare l'opera traendo la propria remunerazione (esclusivamente o principalmente) dagli utili derivanti da quest'ultima.

In buona sostanza, a seguito di questo coordinamento, si dovrebbe pervenire a un progetto che, nel perseguire una finalità di pubblica utilità, sia nel contempo dotato di un'intrinseca capacità di generare reddito, attraverso un flusso di cassa tale da consentire il rimborso dell'investimento nel periodo di gestione dell'opera realizzata.

A titolo esemplificativo, dunque, agli enti locali spetterebbe di provvedere a individuare le aree ricadenti nel territorio di pertinenza, sulle quali poi realizzare gli immobili da destinare al Piano di edilizia residenziale pubblica.

Le aree ovviamente verrebbero affidate a un soggetto terzo in concessione d'uso o in diritto di superficie. Così facendo, il concessionario parteciperebbe alla realizzazione delle opere previste, provvedendo alla loro gestione per tutta la durata della concessione.

Più nel dettaglio, il sistema prevede la costituzione di un fondo di fondi a livello

nazionale, che parteciperà con una quota di minoranza – per non più del 40% - ai fondi immobiliari locali promossi sul territorio da fondazioni ed enti locali e territoriali. Le quote del fondo di fondi saranno sottoscritte dalla Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. (CDP) e da altri investitori istituzionali, fra i quali le fondazioni e le compagnie di assicurazione.

Nel contesto che va delineandosi, oltre agli investitori istituzionali, un altro attore sarà comunque la Pubblica Amministrazione (Regioni, Province, Comuni), che assumerebbe un ruolo di promotore, regista e garante nella fase di realizzazione degli interventi.

Attraverso un buon coordinamento e un'integrazione delle politiche abitative e urbanistiche, gli enti locali potranno infatti creare un quadro di riferimento appetibile per gli investitori istituzionali, i quali verrebbero così attratti da una serie di convenienze economiche: sconti sugli oneri di urbanizzazione, varianti al Piano Regolatore, incentivi volumetrici per gli interventi meritevoli, priorità nella concessione di aree, e altro ancora.

L'utilizzo dei fondi immobiliari come veicolo per l'attuazione del nuovo Piano nazionale di edilizia abitativa, tuttavia, richiede l'introduzione di una serie di modifiche all'attuale regime fiscale per quanto concerne le imposte indirette, al fine di rendere economicamente sostenibile il loro intervento. E infatti questi fondi, pur non essendo soggetti a tassazione IRES, sono invece soggetti a ICI, nonché al versamento dell'IVA e alle altre imposte indirette.

Una prima serie di misure di cui si ritiene necessaria l'introduzione riguarda proprio il regime dell'IVA, la quale incide in maniera rilevante nel caso di immobili a uso abitativo.

Come noto i fondi immobiliari, nel caso in cui l'oggetto principale della loro attività sia la locazione e la cessione di fabbricati a uso abitativo, non possono detrarre l'IVA eventualmente assolta per l'acquisizione di beni o servizi (in virtù del principio sancito dal comma 2 dell'art. 19 del d.P.R. 26 ottobre 1972, n. 633, secondo cui è indetraibile l'IVA relativa all'acquisto di beni e servizi afferenti operazioni fruenti del regime di esenzione).

In questo caso, infatti, i fondi immobiliari utilizzati per l'attuazione del Piano casa effettuerebbero esclusivamente operazioni esenti, in quanto le locazioni e le cessioni di fabbricati destinati a uso abitativo sono esenti da IVA (ai sensi dei n.n. 8 e 8-bis dell'art. 10, primo comma, del medesimo decreto). Pertanto questi, non potendo recuperare l'IVA per effetto della relativa indetraibilità, dovrebbero

farsi carico del costo corrispondente, ribaltandolo poi a carico dei locatari.

Per ovviare a questo problema, nel rispetto della normativa comunitaria, si potrebbe prevedere l'imponibilità agli effetti dell'IVA delle cessioni e locazioni di fabbricati a uso abitativo, poste in essere dai fondi immobiliari costituiti per l'attuazione del Piano.

Questa stessa previsione potrebbe tuttavia non consentire ai fondi immobiliari un immediato recupero dell'IVA eventualmente assolta per l'acquisizione di tali fabbricati, ovvero per la loro sottoposizione a interventi di ristrutturazione.

E' evidente, infatti, che tali fondi, corrispondendo l'IVA esclusivamente sui canoni di locazione e sui corrispettivi di cessione dei fabbricati, potrebbero non essere titolari di un debito IVA di ammontare tale da consentire di assorbire l'IVA a credito. Pertanto, essi potrebbero accumulare rilevanti ammontari di crediti IVA difficilmente recuperabili, con un rilevante aggravio finanziario.

Per evitare questo inconveniente, sarebbe opportuno estendere il meccanismo del cosiddetto *reverse charge* alle cessioni di fabbricati a uso abitativo imponibili ai fini IVA, nonché alle prestazioni di servizi relativi agli interventi di manutenzione ordinaria e straordinaria (di cui all'art. 31 primo comma, lettere da *a*) ad *e*) della legge 5 agosto 1978, n. 457), effettuati a favore di fondi immobiliari costituiti per l'attuazione del Piano, trasferendo quindi l'obbligo di corrispondere l'IVA rispettivamente in capo al cessionario e al committente.

Per effetto dell'adozione di tale meccanismo, il cedente (o appaltatore) non dovrebbe addebitare l'IVA in fattura, mentre il fondo immobiliare cessionario (o committente), diventando titolare al tempo stesso di un debito e di un credito IVA per le predette operazioni di acquisto (o appalto), potrebbe portare immediatamente in detrazione il secondo dal primo.

Per quanto concerne le aliquote d'imposta, e al fine di garantire ai fondi immobiliari partecipanti al Piano un regime omogeneo rispetto a quello riservato oggi alle imprese partecipanti a piani di edilizia residenziale pubblica, sarebbe opportuno estendere l'aliquota IVA ridotta del 10% ai medesimi interventi di manutenzione straordinaria su fabbricati a uso abitativo, acquistati dagli stessi fondi immobiliari in attuazione del Piano.

Una seconda misura riguarda le altre imposte sui trasferimenti. Le cessioni di fabbricati a uso abitativo, poste in essere da imprese diverse da quelle costruttrici e da quelle che vi hanno eseguito interventi di manutenzione straordinaria (di cui all'articolo 31, primo comma, lettere *c*), *d*) ed *e*), della legge 5 agosto

1978, n. 457), entro quattro anni dalla data di ultimazione della costruzione o dell'intervento a favore di fondi immobiliari, in quanto esenti da IVA sono soggette in misura proporzionale alle imposte di registro, catastali e ipotecarie. L'applicazione di tali imposte si traduce per i fondi in un onere che non potrà che essere da loro traslato direttamente a carico dei locatari, tramite un corrispondente incremento dei canoni di affitto.

Per evitare di porre questo onere a carico dei locatari, si potrebbe introdurre - per gli atti, i trasferimenti, le prestazioni e le formalità relative alle cessioni di fabbricati a uso abitativo effettuate a favore di fondi immobiliari costituiti per l'attuazione del Piano, nonché a quelli inerenti a operazioni di finanziamento a favore dei predetti fondi - un'esenzione dalle imposte di registro, bollo, ipotecarie, catastali e dalle altre imposte indirette diverse dall'IVA, analoga a quella oggi prevista per gli atti e le operazioni effettuate a favore dei fondi immobiliari utilizzati per la realizzazione della dismissione del patrimonio immobiliare pubblico.

Un'altra misura, infine, riguarda l'imposta comunale sugli immobili. Anche l'applicazione di questa imposta sui fabbricati a uso abitativo destinati alla locazione si traduce in un onere per i fondi immobiliari, che ancora una volta andrà a incidere direttamente sull'importo dei canoni di locazione.

In tal caso, peraltro, i locatari si troverebbero a sopportare economicamente l'onere di un'imposta che non risulta più applicabile sui fabbricati destinati a prima casa di abitazione. Per evitare tale penalizzazione si dovrebbe introdurre un'esenzione dall'ICI per i fabbricati a uso abitativo che siano posseduti dai fondi immobiliari e siano destinati alla locazione in attuazione del Piano nazionale di edilizia abitativa.

La disciplina dei fondi immobiliari a ristretta base partecipativa e familiari

Serena Fanali

La cosiddetta “manovra d’estate”, varata nell’estate del 2008 (art. 82, commi 17-20 del decreto legge del 25 giugno 2008, n. 112), ha introdotto un regime penalizzante per i fondi immobiliari costituiti da un numero limitato di partecipanti (fondi a “ristretta base partecipativa”) ovvero da parte di una o più persone fisiche legate da rapporti di parentela o affinità (fondi “familiari”), allo scopo di eludere il regime ordinario di tassazione dei redditi fondiari, che sarebbe applicabile qualora gli immobili fossero detenuti direttamente dai partecipanti.

Tale regime penalizzante consiste da un lato nell’applicazione di un’imposta patrimoniale - nella misura dell’1% sull’ammontare del valore netto del fondo, in aggiunta alla ritenuta sui redditi di capitale derivanti dalla partecipazione al fondo - dall’altro nell’innalzamento dal 12,5 al 20% dell’imposta sostitutiva a carico dei partecipanti, relativa ai redditi diversi di natura finanziaria realizzati in sede di negoziazione delle quote dei predetti fondi.

Preme rilevare al riguardo come questo regime si aggiunga a quello ordinario dettato per la generalità dei fondi immobiliari ai fini delle imposte sia dirette che indirette.

I requisiti per l’applicazione dell’imposta patrimoniale

L’art. 82, comma 18, del DL n. 112/08 ha previsto che sono soggetti all’imposta patrimoniale i fondi immobiliari per i quali non sia prevista la quotazione dei certificati in un mercato regolamentato e che abbiano un patrimonio inferiore a 400 milioni di euro.

Ai fini della qualificazione del fondo come a “ristretta base partecipativa” o “familiare”, la citata disposizione richiede inoltre che, oltre ai suddetti requisiti di

carattere “generale”, sussista almeno uno dei seguenti requisiti “specifici”.

In particolare, l'imposta patrimoniale si applica ai fondi immobiliari le cui quote siano detenute da meno di 10 partecipanti, salvo che almeno il 50% delle quote sia detenuto da imprese, da investitori che risiedano in Paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni, da organismi di investimento collettivo del risparmio istituiti in Italia (e disciplinati dal decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58), da forme pensionistiche complementari di cui al decreto legislativo n. 252 del 5 dicembre 2005, da enti pubblici, enti di previdenza obbligatoria ed enti non commerciali (cosiddetti fondi a “ristretta base partecipativa”).

Sono soggetti alla predetta imposta anche i fondi riservati e speculativi istituiti ai sensi degli articoli 15 e 16 del decreto ministeriale n. 228 del 24 maggio 1999, indipendentemente dal numero dei partecipanti, qualora nel corso del periodo d'imposta le quote siano detenute per più di due terzi da una o più persone fisiche legate fra loro da rapporti di coniugio, di parentela entro il terzo grado o di affinità entro il secondo grado, nonché da società ed enti di cui le predette persone fisiche detengano il controllo ai sensi dell'art. 2359 del codice civile, ovvero il diritto di partecipazione agli utili superiore al 50 per cento e da trust di cui siano disponenti o beneficiari (cosiddetti fondi “familiari”). Un'eccezione è tuttavia prevista per le quote relative a imprese commerciali esercitate da soggetti residenti, ovvero a stabili organizzazioni nel territorio dello Stato di soggetti non residenti.

L'imposta patrimoniale

Come sopra accennato, per i fondi immobiliari che possiedano i requisiti ai fini della qualificazione come fondi a “ristretta base partecipativa” e “familiari” è prevista l'applicazione di un'imposta patrimoniale dell'1% sul valore netto dei fondi, determinato come media annua dei valori risultanti dai relativi prospetti periodici (rendiconto annuale di gestione, relazione semestrale ed eventuali rendiconti “infrannuali” redatti in occasione della distribuzione periodica dei proventi).

La disciplina in commento ha stabilito, inoltre, che nel caso di fondi avviati o cessati in corso d'anno si fa riferimento, ai fini del calcolo della media annua, rispettivamente ai valori del patrimonio alla data di avvio o al momento di cessazione del fondo.

Per quanto attiene alla determinazione della base imponibile, non si tiene conto dell'ammontare dell'imposta patrimoniale dovuta per il periodo d'imposta in corso e accantonata nel passivo. In buona sostanza, la predetta imposta deve essere calcolata al netto dell'accantonamento rilevato nei prospetti periodici.

Gli adempimenti a carico delle società di gestione e dei partecipanti

La normativa in commento ha posto a carico della società di gestione che ha istituito il fondo immobiliare l'obbligo di verificare annualmente la sussistenza dei requisiti “di carattere generale” e “specifici” richiesti ai fini dell'applicazione dell'imposta patrimoniale, tenuto conto della media annua del valore delle quote detenute dai partecipanti nel periodo d'imposta.

Al fine di consentire questa verifica i possessori delle quote sono tenuti a rendere apposita comunicazione scritta alla società di gestione, entro il 31 dicembre di ogni anno, contenente tutte le informazioni necessarie e aggiornate.

Qualora i partecipanti omettano di rendere la suddetta comunicazione, in tutto o in parte, le SGR devono segnalare all'Agenzia delle Entrate (entro il 30 aprile dell'anno successivo a quello cui sono riferiti i dati) le informazioni relative ai possessori delle quote che, non adempiendo ai predetti obblighi di comunicazione, non hanno consentito l'applicazione dell'imposta patrimoniale. Al riguardo l'Agenzia delle Entrate, posto che la SGR non sempre è a conoscenza dei dati relativi ai partecipanti, ha chiarito che la stessa deve procedere alla segnalazione sulla base delle informazioni in suo possesso.

Un provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle Entrate (prot. n. 192291 del 2008) ha definito le modalità e i termini per effettuare la predetta segnalazione cui le SGR sono tenute, nonché il contenuto delle comunicazioni che i possessori delle quote devono trasmettere annualmente alle SGR.

Nel caso in cui la SGR non abbia potuto applicare l'imposta patrimoniale, a seguito dell'omessa comunicazione da parte dei possessori delle quote, questa è applicata in capo a tutti i partecipanti al fondo, in proporzione al valore delle quote detenute nel medesimo periodo d'imposta e risultante dai relativi prospetti periodici, mentre sono soggetti alle sanzioni solo i partecipanti che hanno omesso, in tutto o in parte, di comunicare le informazioni necessarie ai fini dell'applicazione dell'imposta patrimoniale.

La quotazione dei fondi immobiliari

Lorenzo Falchetti

L'obbligo di quotazione di un fondo immobiliare è disciplinato dall'art. 5 del DM 228/99. In questo articolo viene rimessa alla facoltà della SGR la valutazione circa la quotazione o meno dei certificati in un mercato regolamentato, tranne il caso in cui viene previsto un obbligo di richiesta di quotazione per i fondi immobiliari i quali prevedono che l'ammontare minimo della sottoscrizione sia inferiore a 25.000 euro.

In tal caso l'SGR deve richiedere l'ammissione del fondo immobiliare alla quotazione entro ventiquattro mesi dalla chiusura dell'offerta. Il termine, piuttosto lungo, consente al fondo di predisporre un adeguato piano di investimento, in modo tale da non avere poi eccessiva liquidità al momento della quotazione.

La quotazione rappresenta certamente un fattore determinante che concorre a rendere i fondi più interessanti e appetibili per gli investitori, offrendo loro la possibilità di dismettere l'investimento anche prima dello scadere del termine di durata del fondo.

L'obbligo - e talvolta la scelta - della quotazione prescindono dalla tipologia di fondi. Ferma restando la categoria dei fondi riservati, la quotazione interessa anche i cosiddetti fondi semichiusi, categoria che si caratterizza per una maggiore flessibilità, essendo infatti prevista la possibilità di emissioni successive di quote abbinate ai rimborsi anticipati.

Sul punto, occorre rammentare che la previsione di questa nuova tipologia di fondi flessibili dovrebbe rappresentare un fattore determinante per la promozione e la diffusione dei fondi immobiliari quotati.

Il mutamento che viene a delinearsi in merito alla disciplina dei rimborsi anticipati appare essere risolutivo. Difatti, nel caso in cui il regolamento del fondo preveda la raccolta del patrimonio mediante più emissioni di quote e intenda ulteriormente riconoscere ai propri partecipanti la possibilità di dismettere il proprio investimento anche prima della scadenza del termine di durata del fondo,

i rimborsi anticipati potranno aver luogo solo in coincidenza e con la medesima frequenza delle nuove emissioni.

In pratica l'obiettivo da raggiungere attraverso le nuove emissioni è proprio quello di far crescere le dimensioni dei fondi e, quindi, la loro liquidità. Così, nel caso in cui fosse anche prevista la possibilità di rimborsi anticipati, la maggiore dinamicità di domanda e offerta dovrebbe avere come principale conseguenza, nel caso di prodotti quotati, la diminuzione dello scarto esistente tra quotazione borsistica e valore contabile, nonché quella ulteriore di cercare di mitigare il fenomeno relativo proprio alla coesistenza dei due differenti "meccanismi di *way out*" che si vengono a manifestare per la presenza dei due suddetti prezzi (valore di NAV e prezzo di Borsa).

Il valore di NAV (*Net Asset Value*), che viene calcolato periodicamente (almeno in occasione della relazione semestrale e del rendiconto annuale), costituisce un importante indicatore da tenere in considerazione per conoscere la sostanza patrimoniale del fondo, e rappresenta il valore effettivo in base al quale l'SGR onorerà i propri impegni nei confronti dei quotisti in sede di rimborsi anticipati, ovvero di liquidazione finale del fondo.

Il prezzo di Borsa, invece, rappresenta il valore di mercato del titolo, ossia il prezzo al quale è possibile dismettere, ovvero acquisire, una quota di partecipazione in una fase successiva alla sottoscrizione (periodo di collocamento).

L'analisi delle quotazioni dei fondi immobiliari italiani mostra effettivamente una quotazione a "sconto" rispetto al loro NAV.

Sul punto va però osservato che, allo stato attuale, non è possibile vantare, da parte dei fondi della specie qui considerata, un'esperienza e una casistica tali da far credere che il fenomeno dello "sconto" non possa essere risolto.

Certamente il fenomeno della quotazione a "sconto" va ricondotto a una serie di fattori quali le caratteristiche degli strumenti finanziari in esame (ad esempio l'orizzonte temporale di lungo periodo dell'investimento), le peculiarità del mercato in cui le quote vengono negoziate (ad esempio l'esiguità degli scambi) ovvero le incertezze degli investitori (ad esempio le metodologie di valutazione del profilo rischio/rendimento).

A tal proposito dobbiamo però considerare che il sistema, attraverso l'imposizione di opportuni obblighi di trasparenza e comunicazione, già prevede idonei meccanismi per cercare di prevenire e gestire correttamente il fenomeno di quotazione a sconto dei fondi rispetto al loro NAV.

Un'ulteriore precisazione da svolgere riguarda l'individuazione del mercato regolamentato sul quale, a oggi, è possibile quotare i fondi immobiliari secondo quanto previsto dal combinato disposto di cui agli articoli 63 e 67 del TUF.

Difatti, nel panorama economico-finanziario nazionale, Borsa Italiana assume un ruolo primario per la quotazione dei fondi in parola, in quanto rappresenta attualmente l'unico luogo in Italia dove per un privato investitore è possibile negoziare quote di fondi immobiliari chiusi.

Pertanto tali fondi vengono quotati presso il Mercato telematico degli Investment Vehicles (MIV) che costituisce uno dei comparti gestiti da Borsa Italiana e nel quale, oltre alle quote di fondi chiusi, vengono negoziate azioni di Investment Companies e Real Estate Investment Companies.

Nella fattispecie, poi, ai fini della quotazione è necessario in primo luogo che la SGR proceda alla nomina di uno *sponsor*, in conformità alle regole di Borsa Italiana, il cui ruolo consiste nell'assistere l'SGR nel coordinamento e nell'organizzazione di tutta l'operazione.

Le medesime regole di Borsa Italiana prevedono altresì la nomina obbligatoria di un cosiddetto *specialist*, ovvero di un operatore che si impegni a sostenere la liquidità degli strumenti finanziari di cui è richiesta la quotazione.

Il ruolo dello specialista, dunque, si esplica sostanzialmente nel porre in essere una serie di attività volte ad agevolare gli scambi delle quote, in particolare anche ponendosi in contropartita agli investitori interessati a dismettere la propria partecipazione al fondo immobiliare.



Stoccolma, Svezia
Particolare dei pesi di una bilancia

IL RUOLO DEI GESTORI PER LO SVILUPPO DELLA CORPORATE GOVERNANCE E LA TUTELA DELLE MINORANZE

Il ruolo dei gestori per lo sviluppo della *corporate governance* e la tutela delle minoranze

Massimo Menchini

Le società di gestione del risparmio sono attive nello studio e nello sviluppo della *corporate governance* quasi sin dall'introduzione dei fondi comuni di investimento nel nostro ordinamento. Le SGR e l'Associazione si impegnano da oltre 20 anni nello studio delle problematiche di governo societario e da oltre 10 i gestori presentano liste di minoranza per l'elezione delle cariche sociali nelle società quotate in Italia.

Tutto ha avuto inizio pochi anni dopo la costituzione delle prime SGR, quando alcune di queste hanno iniziato 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. Un grande impulso si è avuto a seguito dei lavori del *Committee on Financial Aspects of Corporate Governance* del 1992 e della legge sulle privatizzazioni del 1994 che ha introdotto negli statuti delle società privatizzando la possibilità per gli azionisti di presentare liste di minoranza per la nomina di amministratori e sindaci. In linea con quanto previsto nel *Cadbury Report*, sempre nel 1994, è stato istituito il Comitato per la *corporate governance*, composto da rappresentanti delle SGR associate, con il duplice scopo di rendere più continuativo e assiduo l'impegno in questo campo nonché di creare un tavolo di discussione e confronto per la presentazione delle liste di minoranza per l'elezione degli esponenti aziendali delle società privatizzate.

Dal 1998 l'attività del Comitato si è sviluppata ulteriormente sia con riguardo alla presentazione delle liste dei candidati, sia per ciò che concerne lo studio della *corporate governance*. Con riferimento al primo profilo, il Comitato ha incrementato la propria attività a seguito della scelta del legislatore di introdurre, con il c.d. Testo unico della finanza, la possibilità di presentare liste di minoranza per l'elezione dei componenti dei collegi sindacali di tutte le società quotate.

Con riferimento allo studio delle tematiche di governo societario, l'Associazione ha attivamente partecipato ai lavori che hanno preso avvio presso la Borsa per la redazione di un codice di condotta delle società quotate (c.d. Codice di autodisciplina di Borsa Italiana) con il fine di raccomandare alle società quotate nei mercati organizzati italiani la *best practice* da seguire nella strutturazione del loro sistema di *governance*. A questo si è aggiunta la definizione di regole di *governance* per le stesse società di gestione, con il varo del Protocollo di autonomia, al fine di garantire una maggiore indipendenza del gestore nei confronti dei soci di controllo.

Il Comitato ha proseguito anche sulla strada del dialogo con gli emittenti e il mercato intrapresa sin dall'inizio dai gestori. In quest'ambito si collocano gli interventi di Assogestioni presso le società quotate, attraverso specifiche osservazioni nelle assemblee (negli anni 2004-2007) ovvero richieste di chiarimenti al mercato in occasione delle principali operazioni societarie effettuate sulle società quotate (dal 1999 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 e la lettera al Ministro dell'Economia in occasione del rinvio delle assemblee delle società controllate dal Ministero nel 2008).

Di fondamentale importanza per l'attività di *corporate governance* è, infine, 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 di 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). Dalla stagione assembleare 2008, i componenti del Comitato hanno realmente la possibilità di presentare liste di candidati per l'elezione degli organi di amministrazione e controllo in tutte le principali società quotate italiane; infatti l'astratta previsione del voto di lista può avere concreta attuazione grazie alla statuizione di soglie minime, contenute e parametricate alla capitalizzazione, da parte della Consob.

L'attivismo dei gestori nel 2008

In previsione della intensa stagione assembleare del 2008 (come si è detto, grazie alla legge sulla tutela del risparmio si sono moltiplicate le possibilità di presentare liste di minoranza per l'elezione delle cariche sociali nelle società quotate italiane), nei primi mesi dell'anno il Comitato di *corporate governance* ha stabilito di rendere pubblici e disponibili sul sito internet dell'associazione 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.

Il Comitato negli anni precedenti ha, infatti, sviluppato e affinato procedure e regole sia per quanto riguarda l'ammissione al comitato stesso, sia per ciò che concerne lo svolgimento dei lavori. In particolare è stato messo a punto il processo di selezione dei candidati, per identificare i requisiti professionali e il mix di esperienza necessari per comporre liste da sottoporre all'attenzione del mercato per incarichi di amministratore o sindaco di minoranza. Sono stati così fissati i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza dei candidati, nonché le condizioni di ineleggibilità e incompatibilità, con inclusione di precisi vincoli alla successione. E' stato inoltre disciplinato il procedimento di selezione e di verifica periodica dei requisiti che viene svolto con l'ausilio di un advisor esterno.

Il bilancio della stagione 2008 dal punto di vista della presentazione delle c.dd. liste di minoranza è sicuramente molto positivo. I risultati che abbiamo raggiunto in questo primo anno di applicazione delle nuove disposizioni legislative e regolamentari sono assolutamente incoraggianti: le SGR associate ad 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 (Alleanza, Ansaldo STS, Autogrill, Eni, Enel, Finmeccanica, Generali, Ifil, Mediaset, Parmalat, Pirelli & C., Saipem, Telecom Italia e Terna), presentando 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 e Terna).

La selezione attenta svolta dal Comitato e la ferma applicazione della procedura hanno garantito la presentazione di liste composte da esperti di *corporate governance*, di diritto societario, di economia e del *core business* delle diverse società. Come dimostrano le elevate percentuali di voti ottenuti, le liste sono

state apprezzate sia dagli altri investitori sia dai proxy agents internazionali che le hanno più volte raccomandate nei loro report in occasione delle assemblee.

L'attività di studio delle problematiche di *corporate governance*: i gruppi di studio del 2008

Partendo dall'analisi svolta dal Comitato sugli aspetti finanziari della *corporate governance* presieduto da Sir Adrian Cadbury, l'Associazione ha condotto negli anni successivi approfonditi studi in materia, anche attraverso l'organizzazione di giornate di studio e convegni. Nel 1995, con il quaderno di ricerca "Trasparenza e informazione societaria per l'efficienza del mercato finanziario", è iniziata la pubblicazione degli studi che il Comitato per la *corporate governance* ha condotto sulle diverse problematiche quali: la trasparenza dell'informazione societaria, l'eteronormazione e autoregolamentazione nella disciplina del mercato finanziario; il ruolo degli investitori istituzionali nello sviluppo della *corporate governance*, la remunerazione degli amministratori esecutivi, la *corporate governance* delle società di gestione, i rapporti tra amministratori e sindaci eletti dalle minoranze.

In attuazione dei principi di autoregolamentazione e in aderenza con le *best practices*, nel 1998 l'Associazione ha pubblicato il quaderno di ricerca "Una proposta di riforma statutaria del governo della società quotata". Con questo lavoro si è inteso stimolare l'adozione di un modello di governo societario che tenesse conto delle esigenze di tutela delle minoranze, anche al fine di realizzare un più efficiente sistema di confronto e collaborazione tra le imprese e gli investitori istituzionali. Molti dei principi e delle raccomandazioni presenti in questo volume come proposte da realizzare entro gli spazi dell'autonomia statutaria sono oggi, invece, presenti nella regolamentazione primaria e secondaria in tema di elezione delle cariche sociali e di operazioni con parti correlate.

La riforma del diritto societario ha interessato le SGR e le SICAV sotto un duplice punto di vista: da un lato, quali investitori istituzionali in società di capitali; dall'altro, in quanto esse stesse società per azioni. Per l'analisi di queste tematiche si è svolta la giornata di studio che ha portato alla pubblicazione, nel 2002, del quaderno "La riforma del diritto delle società nella prospettiva del risparmio gestito".

Ancora nel 2005, quando il Parlamento stava discutendo la "riforma" della tutela del risparmio, l'Associazione ha voluto creare una occasione per fare il punto

su quanto era stato realizzato e quanto ancora era necessario fare in tema di *corporate governance* e di tutela delle minoranze. A seguito di questo evento è stato poi pubblicato il quaderno "La *corporate governance* e il risparmio gestito". Nonostante il quaderno sia stato pubblicato dopo l'approvazione della Legge sulla tutela del risparmio, molte delle tematiche dello studio erano state al centro della discussione parlamentare e sono state portate dall'Associazione all'attenzione del Legislatore sia durante i lavori sulla Legge sulla tutela del risparmio sia durante la predisposizione del Decreto legislativo integrativo del 2006: il ruolo degli amministratori e dei sindaci di minoranza; gli amministratori indipendenti; il voto di lista; il ruolo degli investitori istituzionali.

Nel 2007, infine, l'attività di studio della *corporate governance* dell'Associazione è stata arricchita da un nuovo strumento. Nel corso dell'anno l'Asso-gestioni ha promosso un confronto tra i componenti del Comitato per la *corporate governance* e gli amministratori e sindaci eletti dalle SGR, attraverso la formazione di un gruppo di studio che opera in maniera autonoma rispetto al Comitato e all'Assogestioni. Il Gruppo di studio ha lo scopo di individuare e discutere (su di un piano evidentemente generale e quindi a prescindere dalle peculiarità delle singole realtà societarie) i principali problemi del governo degli emittenti italiani e di chiarire le peculiarità del ruolo degli amministratori e sindaci di minoranza.

Tra il 2007 e il 2008, dopo alcune riunioni preliminari, in forma plenaria, volte a individuare le specifiche questioni di discussione, i componenti del Gruppo di studio hanno deciso di dividersi in due gruppi di lavoro e di realizzare due diversi studi nel corso del 2008. Il primo gruppo si è concentrato a studiare quale dovesse essere il tipo di rapporto fra gli investitori istituzionali, che presentano liste di minoranza, e gli eletti in tali liste. Il secondo gruppo ha deciso, invece, di analizzare la questione della remunerazione degli amministratori esecutivi, da sempre un problema molto delicato e importante specie dal punto di vista degli investitori istituzionali.

Al termine dei lavori i gruppi hanno riassunto le conclusioni in due documenti intitolati "Principi in materia di rapporti tra amministratori indipendenti e sindaci eletti nelle diverse società e di rapporti tra eletti ed elettori" e "Principi in materia di remunerazione degli amministratori esecutivi" (quest'ultimo affiancato da alcune "Linee guida per i Comitati per la remunerazione" che ne sintetizzano i contenuti fornendo, tra l'altro, indicazioni operative).

Nel documento sui principi in materia di rapporti tra eletti ed elettori viene evidenziata la delicatezza del ruolo degli amministratori e sindaci eletti dagli investitori istituzionali che richiede, soprattutto all'inizio del mandato, occasioni di confronto con esperti di diritto e con coloro che abbiano già ricoperto ruoli analoghi, e durante tutto l'esercizio del mandato momenti di confronto e dialogo tra chi ricopre tali ruoli nelle diverse società. Nel documento, inoltre, è suggerita l'organizzazione periodica di "boot-camps" dedicati alla formazione degli amministratori e sindaci neo-eletti e incontri in materia di *corporate governance* aperti agli amministratori e sindaci eletti dagli investitori istituzionali e a esperti. Dall'esame del profilo dei rapporti tra amministratori e sindaci eletti in liste di minoranza e i loro elettori, invece, non sono emersi profili di particolare complessità. E' stato comunque sottolineato come un buon rapporto permetta agli amministratori e sindaci eletti di avere una fonte di notizie alternativa e di acquisire utili informazioni sugli orientamenti del mercato.

Il documento finale del secondo gruppo, "Principi in materia di remunerazione degli amministratori esecutivi", corredato dalle "Linee guida per i Comitati per la remunerazione", ha affrontato alcuni tra i problemi più evidenti in materia, tra i quali: la composizione e la funzione di *human resources* dei Comitati per la remunerazione, il ruolo dell'*advisor* per le politiche retributive, i piani di incentivazione a lungo termine, gli istituti accessori e i *benefits* e le problematiche conseguenti alla fase di scadenza di un mandato consiliare. Il ruolo degli amministratori indipendenti che fanno parte dei Comitati per la remunerazione è risultato essere particolarmente delicato e ha pertanto richiesto la stesura di apposite Linee guida che indirizzino le decisioni sul tema, con indicazioni pratiche specifiche.

I due documenti sono stati poi condivisi dall'intero Gruppo di studio, che li ha approvati e presentati al Comitato per la *corporate governance* dell'Assogestioni, che ha deciso a sua volta di farli propri.



Ayutthaya, Thailandia
Sculture in un tempio buddhista

STRUMENTI E CANALI DI COMUNICAZIONE DURANTE LA CRISI: LA CAMPAGNA PER TRANQUILLIZZARE I RISPARMIATORI

Strumenti e canali di comunicazione durante la crisi: la campagna per tranquillizzare i risparmiatori

Vncenzo Galimi e Matteo Seveso

Scenario ed effetti della crisi sull'attività di comunicazione

Crisi del settore, aggravata dall'avvento di una delle più gravi recessioni economico-finanziarie della storia; ingenti deflussi di risorse, in favore di emissioni strutturate e di altri prodotti di liquidità; inadeguata identità di settore; nuova mappa dei *competitor*; disinformazione dei risparmiatori; sistema regolamentare sfavorevole; problemi di carattere strutturale e non solo: è questo lo scenario in cui si trovano oggi ad agire i rappresentanti delle funzioni di comunicazione delle società di gestione del risparmio. Un ambito in cui, inoltre, le decisioni d'investimento (o di disinvestimento) della clientela sono significativamente influenzate dall'emotività, e i fatti contingenti non permettono una visione positiva nel breve periodo. A questi elementi si aggiunge la modesta conoscenza dei servizi di *asset management* da parte della clientela, un basso livello di educazione finanziaria generale, una diffusa carenza di investimenti e di innovazione, un'evidente disattenzione da parte delle Istituzioni.

Uno scenario che inevitabilmente attribuisce alle funzioni di comunicazione del settore compiti e obiettivi non semplici, oltre che molteplici: far fronte alla crisi, frenare i deflussi, valorizzare le caratteristiche positive dei prodotti di risparmio gestito e il ruolo del settore nel panorama economico-sociale nazionale, incrementare le iniziative pedagogiche ed educative verso gli *stakeholder*, creare strumenti e nuove attività che contribuiscano direttamente e indirettamente al recupero graduale della fiducia del cliente verso i prodotti del risparmio gestito.

Le iniziative di comunicazione delle SGR dopo i primi segnali di crisi e la campagna pubblicitaria per tranquillizzare i risparmiatori

L'uso di comunicazioni rassicuranti e la risposta immediata ai quesiti dei risparmiatori, emersi alle prime evidenze della crisi finanziaria, sono solo alcuni de-

gli strumenti utilizzati dai gestori in questo particolare momento di mercato. A questi si sono aggiunte azioni mirate a ribadire il valore dei concetti di diversificazione, orizzonte temporale e ricerca del momento migliore per "entrare o uscire" dai prodotti di risparmio gestito, in modo da poter massimizzare i frutti dei propri investimenti (*market timing e behavioural finance*).

Gli operatori, in risposta al nuovo scenario di mercato, hanno quindi avviato una serie di iniziative rivolte agli investitori e alla propria rete di distribuzione. È cresciuta la frequenza delle comunicazioni con la clientela, attraverso l'invio di corrispondenza diretta e l'uso di messaggi intesi a rassicurare gli investitori in merito agli effetti della crisi sui loro investimenti.

Alcune società di gestione del risparmio hanno deciso di comunicare con il pubblico e con i propri clienti anche attraverso campagne pubblicitarie mirate sulla stampa specializzata, attraverso le quali sono state spiegate le caratteristiche e le qualità degli strumenti di risparmio gestito, indicandoli come la risposta ideale ai moti della crisi. Sono cresciuti gli incontri delle società associate con gli esponenti delle proprie reti di distribuzione, per la realizzazione di iniziative pedagogiche e di formazione sulle specificità dei prodotti e dei servizi di risparmio gestito; iniziative che sono state spesso l'occasione per fare il punto sullo stato del settore e sulle nuove esigenze della clientela, che ha manifestato in modo diffuso un crescente bisogno di maggiore tutela.

Gli operatori hanno rivolto la propria attenzione anche nei confronti dei media, che in occasione della crisi hanno visto crescere la propria autorevolezza agli occhi dei risparmiatori, sempre più desiderosi di informazioni e attenti ai fatti suscettibili di condizionare l'andamento del proprio portafoglio di investimento (a riprova di questo, è interessante notare che negli ultimi mesi è cresciuto il numero di copie di giornali finanziari venduti in edicola¹). Anche in questo caso gli operatori hanno promosso verso la stampa una maggiore attenzione al concetto di orizzonte temporale (necessario per poter valutare correttamente il ritorno dei propri investimenti), sconsigliando di movimentare il portafoglio durante la crisi (se non strettamente necessario) e sottolineando l'opportunità di avvalersi dei suggerimenti di un esperto, in alternativa al diffuso - e spesso deleterio - "fai da te".

Le iniziative hanno attenuato ma non frenato i deflussi, e i risultati ottenuti confermano quanto già emerso da parte del pubblico e di alcuni distributori in altre

situazioni meno critiche: un elevato bisogno di informazione e di "educazione" sul funzionamento degli strumenti e dei servizi finanziari.

Assogestioni ha affiancato i propri associati in questo particolare momento di mercato e ha progettato con loro una serie di strumenti e iniziative mirate a tranquillizzare i risparmiatori, onde evitare che l'andamento dei mercati e l'eccessiva emotività generata dalla crisi riducessero il giusto livello di valutazione nelle scelte di investimento.

La prima di queste iniziative - messa in campo dal Comitato Comunicazione dell'associazione, attraverso un gruppo di lavoro composto dagli esponenti delle funzioni di comunicazione delle associate - è stata la realizzazione di una campagna pubblicitaria per rassicurare i risparmiatori. La campagna prevedeva la pianificazione di un solo annuncio su tre diverse tipologie di quotidiani (nazionali generalisti, finanziari e testate locali), che illustrava "5 buone ragioni per avere e scegliere i fondi comuni d'investimento" nonostante la crisi.

L'esigenza di evidenziare queste ragioni è nata dalla percezione degli operatori che i clienti non avessero compreso a fondo il vero valore strategico dei fondi comuni, proprio nel momento in cui si è verificata la crisi. Le indagini di mercato, che hanno preceduto la ricerca del messaggio più efficace per la campagna, hanno messo in luce quali fossero i concetti quasi completamente "ignorati" dai risparmiatori, in gran parte riconducibili alla tutela del patrimonio: gli elevati controlli delle Autorità sulle società di gestione del risparmio, l'impossibilità per i fondi comuni di andare in fallimento, la separazione del patrimonio del fondo rispetto a quello della Sgr. Concetti che sono diventati automaticamente i protagonisti della comunicazione pubblicitaria dell'associazione: autonomia, controllo, diversificazione, trasparenza, solidità.

**TUTELA DEL RISPARMIO
E CRISI FINANZIARIA**

**FORSE QUESTE COSE
NESSUNO
LE HA DETTE**

Ci sono almeno 5 buone ragioni per avere
i Fondi Comuni anche durante le crisi finanziarie

- 1 Autonomia**
Il patrimonio del fondo è separato da quello della società che lo gestisce e da chi lo distribuisce
- 2 Controllo**
Banca d'Italia e Consob vigilano sul rispetto delle regole a tutela dei risparmiatori
- 3 Diversificazione**
I fondi investono in diversi titoli e in vari mercati per cogliere le migliori opportunità e ridurre il rischio
- 4 Trasparenza**
Il risparmiatore sa sempre quanto valgono i suoi fondi e come sono gestiti
- 5 Solidità**
Grazie alle loro caratteristiche i fondi hanno sempre aiutato i risparmiatori a superare i momenti difficili dei mercati finanziari

5 buoni motivi per scegliere con fiducia
i Fondi Comuni di Investimento.

ASSOGESTIONI
Associazione di risparmio gestito

www.assogestioni.it

La campagna promossa da Assogestioni sintetizza le "5 buone ragioni" che differenziano i fondi dagli altri prodotti finanziari e spiega perché è utile avere questi strumenti finanziari anche durante le crisi

¹ Dati tratti dalle rilevazioni Audipress 2007/2 e 2008/I

La campagna è stata pianificata nell'autunno del 2008, con frequenza e dimensione maggiori nella prima parte del periodo. Per la tipologia del messaggio e le caratteristiche del soggetto promotore (l'associazione di categoria) sono stati scelti grandi formati (principalmente la pagina intera). Gli editori hanno accolto favorevolmente l'iniziativa e hanno assegnato alla campagna gli spazi migliori (compatibilmente con la struttura del giornale): la quarta di copertina, la prima parte del giornale, la pubblicazione in pagina non in compresenza con altri annunci. Un sodalizio che ha amplificato gli effetti dell'iniziativa.

La campagna ha raggiunto pienamente lo scopo, anche grazie all'azione sinergica con le iniziative di comunicazione delle associate, che sono state pianificate contestualmente. Riscontri positivi sono arrivati anche dalle Autorità (Consob, Antitrust, Mefop) che hanno giudicato l'iniziativa "meritoria".

Le principali attività di comunicazione dell'associazione nei confronti del mercato di riferimento, dopo il crollo delle borse



La copertina della guida "Il risparmio, dove lo metto ora?", creata da Assogestioni per rispondere alle principali domande degli investitori italiani sul mondo dei fondi

I risparmiatori hanno reagito agli annunci pubblicitari pubblicati dall'associazione sui principali quotidiani nazionali manifestando innanzitutto un deciso incremento della curiosità verso il prodotto, che si è tradotto in un aumento delle richieste di informazioni rivolte ai distributori.

Per far fronte a queste richieste è stato predisposto un kit informativo e degli strumenti di comunicazione mirati ad agevolare la comprensione delle caratteristiche del prodotto, con il supporto e la mediazione dei soggetti incaricati della distribuzione (cartelloni, brochure,

cartoline, materiale informativo, ecc.). Le richieste sono state numerose, anche a distanza di qualche mese dalla pianificazione pubblicitaria, e hanno interessato prevalentemente il pubblico e i promotori finanziari.

Contestualmente all'iniziativa pubblicitaria è stata realizzata un'indagine di mercato per conoscere i principali dubbi e i quesiti dei risparmiatori sui prodotti di ri-

sparmio gestito, che ha messo in luce la scarsa conoscenza dei prodotti sottoscritti e una diffusa inconsapevolezza riguardo le scelte d'investimento effettuate. Un terreno fertile per azioni di educazione finanziaria. I risultati infatti hanno rappresentato la base per la realizzazione di una guida dedicata proprio ai risparmiatori e pensata per rispondere a questi dubbi. La guida, denominata "Vademecum del risparmiatore", è stata pubblicata sul sito dell'associazione (generando in breve tempo moltissimo traffico) e diffusa tra le società associate, che l'hanno personalizzata e inviata ai propri clienti.

L'associazione ha intensificato l'attività di comunicazione anche aumentando il presidio del *target* degli addetti ai lavori, degli studiosi della materia, dei media e degli opinionisti legati all'industria. Assogestioni ha lanciato a inizio 2009 una newsletter trimestrale ("FOCUS Risparmio Gestito") dedicata proprio a questo target, con articoli scientifici e pedagogici sui temi rilevanti del settore, firmati da accademici, professionisti ed esperti dell'industria. Un periodico che ha l'ambizione di diventare un tavolo di discussione e che mira a valorizzare il ruolo del risparmio gestito nel sistema economico nazionale.

Dopo la campagna, la ricerca di mercato, la guida del risparmiatore e la newsletter, la risposta alla crisi dei mercati per quanto riguarda il mercato retail si completa con l'avvio del progetto della prima fiera italiana del risparmio gestito, denominata "Salone della Gestione del Risparmio", che avrà luogo nella primavera 2010. Una manifestazione per gli operatori e per il pubblico della durata di tre giorni. Il tema della prima edizione sarà proprio "l'educazione finanziaria" quale leva per evitare scelte d'investimento inconsapevoli. Un evento pubblico in cui sono previsti gli interventi delle istituzioni e degli operatori, ma anche una serie di eventi culturali progettati proprio con l'intento di avvicinare i risparmiatori ai prodotti di risparmio gestito (www.salonedelrisparmio.com).



Il terzo numero di FOCUS Risparmio Gestito, uscito a settembre 2009, è stato dedicato all'analisi degli effetti della crisi sull'industria del risparmio gestito

Le principali domande dei risparmiatori sull'industria del risparmio gestito

Cos'è e come funziona un fondo comune di investimento?

Quali rischi corro?

Quanto si può guadagnare (perdere)?

Quanto bisogna aspettare per guadagnare (recuperare)?

Quanto spendo e perché?

Perché non mi aiuta nei momenti difficili?

Ho fatto bene / male ad investire in fondi?

Cosa fare quando i mercati crollano?

Il consulente è solo un venditore?

L'indagine "Filo diretto fondi e mercato", realizzata da Tomorrow SWG per Assogestioni, ha permesso di individuare le maggiori esigenze informative degli investitori riguardo al settore

Questo nuovo contesto di mercato, influenzato dalle ripercussioni della crisi finanziaria internazionale, ha inoltre reso necessaria una ridefinizione delle attività di comunicazione rivolte all'interno del settore e dedicate agli operatori del risparmio gestito.

L'indagine sulla clientela svolta in collaborazione con Tomorrow SWG - che, come abbiamo visto, ha condotto alla realizzazione del "Vademecum del risparmiatore" - è stata in questo senso un'importante fonte di informazioni e uno strumento dinamico di osservazione del mercato, a vantaggio delle associate.

Il progetto prevedeva infatti due diversi momenti di rilevazione, a ottobre 2008 e a maggio 2009. Nel corso di questo periodo, con l'intensificarsi della crisi finanziaria e l'estensione dei suoi effetti anche all'economia reale, è stato possibile osservare i cambiamenti intervenuti nelle esigenze dei risparmiatori italiani e gli effetti sulle loro scelte di investimento. E, a questo proposito, è interessante notare che esiste ancora oggi un'elevata percentuale di investitori che dimostra di possedere una scarsa conoscenza degli strumenti di risparmio gestito e del loro funzionamento.

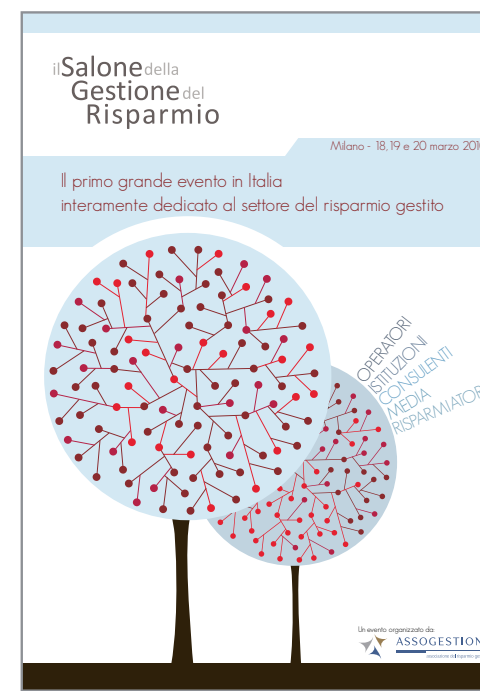
Le associate - alle quali è stato riservato l'accesso ai risultati completi dell'indagine - hanno potuto così disporre di un "termometro" per misurare le conseguenze della crisi sul mercato del risparmio gestito, utilizzando i dati raccolti

come un ulteriore elemento utile a formulare le proprie strategie commerciali.

Con l'intento di stimolare il dialogo tra gli operatori del settore, inoltre, l'associazione ha ideato e promosso una nuova tipologia di eventi riservati agli associati. I "Morning Breakfast" sono brevi appuntamenti tematici di approfondimento, della durata di un'ora circa, che si svolgono presso la sede milanese dell'associazione prima dell'inizio della giornata lavorativa. Ogni incontro prevede la presenza di un relatore ospite ed è dedicato alla discussione di novità, aggiornamenti, ricerche e analisi sul settore del risparmio gestito. Una di queste iniziative, tra quelle già realizzate, è stata riservata proprio alla presentazione dei risultati dell'indagine realizzata da Tomorrow SWG. L'incontro ha raccolto un vasto consenso tra le associate, che hanno riconosciuto in esso un'occasione privilegiata di confronto con gli analisti e gli altri rappresentanti dell'industria.

In una fase di mercato così complessa, inoltre, l'obiettivo di incrementare il numero e la qualità dei servizi offerti alle associate ha indotto Assogestioni Formazione (la divisione dell'associazione dedicata allo sviluppo e all'offerta di corsi di formazione) ad ampliare ulteriormente la propria offerta rispetto agli anni precedenti, in risposta alle nuove esigenze di aggiornamento professionale manifestate dagli operatori. La divisione ha così moltiplicato il numero di corsi e ha introdotto nuove tipologie di attività di formazione (corsi base, corsi executive, seminari e incontri di formazione), integrando il calendario degli appuntamenti riservati alle associate con iniziative dedicate anche all'approfondimento di tematiche correlate all'attuale congiuntura di mercato (ad esempio *risk management*, regolamentazione, fiscalità, ecc.).

Tra le attività di comunicazione realizzate a favore delle associate, infine, è importante ricordare la redazione e la diffusione quotidiana degli *Highlights*, a cura dell'Ufficio Stampa di Assogestioni.



La prima bozza della brochure del Salone della Gestione del Risparmio (18, 19 e 20 marzo 2010, Milano), il primo evento in Italia interamente dedicato al settore del risparmio gestito

Una rassegna mattutina dei più importanti articoli e delle notizie maggiormente rilevanti per l'associazione e per il settore del risparmio gestito, tratte dai principali quotidiani nazionali ed esteri. Il servizio, lanciato oltre un anno fa come semplice "rassegna stampa" a uso interno, ha assunto nel corso del 2008 una maggiore importanza e si è sviluppato fino a prendere la forma di un vero approfondimento informativo, anche in virtù della sempre maggiore esigenza di aggiornamento relativamente all'andamento dei mercati finanziari e all'evoluzione della crisi finanziaria. Oggi gli *Highlights* sono pubblicati giornalmente nell'area riservata del sito, e gli associati hanno la possibilità di richiedere l'iscrizione alla funzione di recapito tramite email.



CRISI FINANZIARIA E POSSIBILI VIE D'USCITA: IL DIBATTITO EUROPEO E IL CONTRIBUTO DI ASSOGESTIONI

Proposte di *policy* per superare la crisi: alcuni spunti di riflessione dall'Europa

Manuela Mazzoleni

A livello globale, il 2008 è stato un anno di forte contrazione delle masse gestite con un riduzione di quasi un terzo e deflussi di 127 miliardi di euro solo in parte compensati dall'andamento positivo dell'ultimo trimestre. Sia il mercato europeo che quello americano, che da soli detengono gestiscono oltre il 70% degli asset, hanno risentito fortemente della crisi (per una analisi dei dati di raccolta al livello europeo v. capitolo 1). Una crisi così ampia e diffusa solleva questioni di fondo sul futuro del risparmio gestito e sulla sua capacità di rispondere alle esigenze di investimento dei risparmiatori e ha sollecitato il dibattito tra protagonisti e osservatori. Senza la pretesa di essere esaustivi, in questo capitolo cercheremo di segnalare alcuni degli spunti di riflessione più interessanti che sono emersi in ambito internazionale.

Se in Italia le analisi effettuate dagli attori di mercato (tra cui Assogestioni) cercano di trovare le radici di una crisi che oramai dura almeno dal 2006 e che appare di origine strutturale, le riflessioni effettuate dagli osservatori internazionali devono dare conto di crisi che possono sembrare almeno in parte di origine congiunturale e legate all'attuale andamento negativo dei mercati. Nonostante questo diverso punto di partenza, autorità operatori del settore, associazioni e osservatori hanno spesso cercato di interpretare la situazione attuale nell'ottica dell'evoluzione di lungo periodo dell'industria.

Nelle parole del Commissario al Mercato Interno e Servizi della Commissione Europea Charles Mc Creevy, l'industria europea deve affrontare "le sfide chiave del risparmio gestito al dettaglio che cerca di posizionarsi come parte della soluzione alla sfida europea del risparmio di lungo periodo. L'industria europea del risparmio gestito ha un ruolo chiave nel rispondere a questa sfida e i fondi comuni di investimento possono essere un elemento chiave di questa risposta. Abbiamo bisogno di un approccio che sia guidato dall'impegno a servire l'investitore finale". In questa parole si trova due concetti ricorrenti, come vedremo,

nelle analisi condotte nei vari paesi, ovvero la necessità di porre al centro l'investitore e di dare maggiore rilievo all'orizzonte di lungo periodo.

In un suo messaggio all'industria¹, il Commissario McCreevy indica come obiettivi fondamentali – accanto alla ricerca dell'efficienza sui costi e della competitività – il focus sulla gestione del rischio soprattutto per quanto riguarda i prodotti destinati al pubblico retail e alla previdenza. In sede di design e innovazione di prodotto dovrà dunque essere prioritario il formulare un'offerta di soluzioni che minimizzino il rischio per l'investitore finale e offrano risultati prevedibili. Tutti gli strumenti disponibili dovranno inoltre essere utilizzati per assicurarsi che il distributore collochi prodotti adatti a costi adeguati.

La visione del Commissario ha contribuito a guidare le iniziative della Commissione Europea che, nell'ambito della pianificazione strategica degli interventi, ha presentato un recovery plan² finalizzato alla ricreazione e al mantenimento di mercati finanziari stabili e affidabili. Il principio cardine del recovery plan è la necessità di assicurare che, a livello europeo, tutti i principali attori e strumenti finanziari siano soggetti a regolamentazione e vigilanza appropriata e che ciò avvenga sulla base di un nucleo di norme e standard condivisi da applicare allo stesso modo all'interno dell'Unione. Si riconosce dunque che l'attuale approccio alla vigilanza, ancora fortemente basato sulle autorità nazionali, non sia più adeguato a presidiare mercati e operatori ormai internazionalizzati. Per quanto riguarda le proposte concrete di riforma esse attingono ampiamente al rapporto del gruppo di lavoro de Larosière³ e si sono sostanziate in una proposta della Commissione Europea di riforma della vigilanza dei servizi finanziari⁴. Nel documento della Commissione, sul futuro della supervisione dei mercati finanziari, si propone la creazione di un nuovo insieme di regole più trasparenti in grado di ridurre il rischio, migliorare la capacità del sistema di assorbimento degli shock e attenuare l'amplificazione pro ciclica, rendendo coerente il sistema degli incentivi all'interno dei mercati finanziari anche attraverso la revisione di Basilea II, della normativa sulle agenzie di rating e della reportistica. Un set armonico di norme consentirebbe di accelerare il cammino verso un vero mercato unico e di superare il goldplating ovvero l'accumulo di normative nazionali che riducono l'effettiva libera circolazione dei servizi di investimento. Con particolare riferimento ai fondi di investimento, il Gruppo De

¹ *Building Long Term Saving in Europe - The case for UCITS in the post credit crunch era* (2009), Think Tank

² *Driving The European Recovery* (2009), European Commission

³ *The De Larosiere Group Report* (2009), European Commission

⁴ *Consultation on the improvement of supervision for the financial sector*, European Commission, DG Internal Market

Larosiere propone di sviluppare ulteriormente regole comuni, standard e norme soprattutto in tema di classificazione degli asset e disciplina della delega.

L'altro obiettivo perseguito è un maggiore coordinamento macro e micro prudenziale per la vigilanza e la creazione di un sistema e di procedure efficaci di gestione del rischio. Si propone la creazione di un sistema europeo di supervisione e gestione delle crisi attraverso l'istituzione del European Systemic Risk Council (ESRC) responsabile delle politiche macro prudenziali e la segnalazione dei rischi sistemici e di un European System of Financial Supervision (ESFS) per promuovere una più stretta e operativa collaborazione tra le autorità di vigilanza europea.

E' interessante notare come l'esigenza di miglioramento del sistema di vigilanza dei servizi finanziari e di monitoraggio del rischio sia emersa in modo analogo sulle due sponde dell'Atlantico e abbia condotto a proposte simili. Negli Stati Uniti, la richiesta avanzata dall'ICI (Investment Company Institute) di creazione di un Systemic Risk Regulator⁵ - similmente al European Systemic Risk Council - nasce infatti dalla constatazione di una generale mancanza di coordinamento delle autorità preposte e di una sostanziale e pericolosa mancanza di una visione di insieme che consenta ai regolatori di valutare accumuli di rischio in parti del sistema finanziario; ciò ha dato lo stimolo alla richiesta di creazione di un ente responsabile (o una ente esistente od un nuovo ente) del monitoraggio dei mercati finanziari con una specifica attenzione ai temi del rischio e di sistemi più stringenti ed efficienti di coordinamento degli organismi esistenti. Questi fino a poco fa inconsueti appelli dell'industria ad una maggior attenzione da parte del regolatore giungono comunque insieme all'invito a creare sistemi sufficientemente dinamici e aperti da non ostacolare l'innovazione

Taluni dei concetti presenti nel rapporto del Gruppo de Larosière si ritrovano nel paper *Building long-term savings in Europe - the case for UCITS* che raccoglie le riflessioni di alcuni player internazionali del settore riuniti nella Think Tank sul Risparmio Gestito. L'analisi cerca di uscire dall'urgenza della reazione alla crisi attuale e pone l'enfasi sul ruolo che il risparmio gestito e in particolare i fondi comuni possono svolgere nella promozione del risparmio di lungo periodo e previdenziale. Il paper contiene raccomandazioni sia agli operatori che ai legislatori e alle autorità di vigilanza: i primi si dovrebbero concentrare sul miglioramento del rapporto con l'investitore finale articolato in varie modalità come la creazione di un fondo per l'educazione finanziaria degli investitori, la

⁵ *Financial service regulatory reform: discussion and recommendations*, ICI, white paper

definizione di una best practice per assicurare un trattamento equo del cliente, uno stimolo del flusso informativo lungo la catena del valore a partire dal cliente, l'esplicitazione del ruolo dell'industria nella società nel suo insieme e lo sviluppo di prodotti rispondenti alle esigenze di risparmio di lungo periodo dei risparmiatori. Altresì si incoraggiano le società di gestione a far uno sforzo nella direzione dell'efficientamento dei costi, anche sfruttando le nuove possibilità di integrazione offerte dalla UCITS IV, rendendo così possibile una riduzione di costi e di prezzi. Per quanto riguarda l'appello al legislatore, il paper chiede al regolatore di continuare sulla strada tracciata dalla UCITS IV assicurandone una rapida implementazione, con la creazione di un piano da gioco livellato e di un quadro normativo paneuropeo che promuova, soprattutto attraverso incentivi fiscali armonizzati, il risparmio a lungo termine e la previdenza integrativa.

Similmente EFAMA, l'associazione europea del Risparmio gestito, anche con il supporto di Assogestioni, ha individuato nelle tematiche legate alla previdenza complementare uno degli orizzonti futuri nel quale inserire lo sviluppo del risparmio gestito e si è fatta promotrice di due studi che, privilegiando ancora una volta l'ottica del lungo periodo, hanno voluto approfondire il ruolo che la gestione del risparmio può e deve svolgere in questo ambito e le misure di policy da adottare per rendere possibile questo percorso.

I due studi approfondiscono il ruolo del risparmio gestito nella creazione e nell'erogazione efficiente del patrimonio previdenziale. In particolare lo studio condotto da Oxera⁶ e intitolato Pensioni a contribuzione definita – rischi e vantaggi per le pensioni di secondo pilastro - mostra come i vincoli posti da molti paesi europei alla creazione di fondi pensione a contributi definiti costituiscano un ostacolo alla costruzione di un patrimonio previdenziale. Essenzialmente infatti i programmi previdenziali costituiscono strumenti di risparmio di lungo periodo. Il rischio di investimento, a cui è esposto il risparmiatore in schemi a contributi definiti possono essere diversificati adottando un orizzonte temporale sufficientemente lungo come quello applicabile nel caso di risparmi previdenziali. Anche se l'andamento dei mercati nel 2008 rende particolarmente pressante il rischio investimento, l'analisi pone in evidenza come anche gli schemi a benefici definiti, percepiti come privi di rischio, siano in realtà esposti al rischio di default della controparte e a rischi legati al percorso di carriera e all'evoluzione della remunerazione. Mantenere una quota significativa del proprio risparmio pensionistico – all'interno di un portafoglio complessivo comunque diversificato perché costituito dalla previdenza

⁶ *Defined contribution pension Schemes – Risk and advantages for occupational retirement provision* (2008), Efama/Oxera

di primo pilastro accanto a quella complementare – può risultare in una ricchezza accumulata alla fine della vita lavorativa significativamente più elevata con un livello di rischio relativamente basso – considerato l'orizzonte temporale.

Anche questo studio, accanto all'importanza di un maggior spazio lasciato alla scelta individuale e alla capacità del singolo di operare scelte di investimento che rispecchino la propria situazione e le proprie preferenze, sottolinea l'importanza dell'educazione dell'investitore da una parte e di buoni sistemi di governance dall'altra, necessario corredo di un sistema che assicuri ad un tempo la massimizzazione del beneficio e la protezione del risparmiatore.

EFAMA ha anche voluto aprire la discussione sui temi legati al possibile e auspicabile ruolo del risparmio gestito nella fase di decumulo del patrimonio pensionistico. Nello studio "Ripensare le strategie di reddito previdenziale – Come assicurare migliori risultati per i futuri pensionati?" condotto dal Prof. Maurer⁷, l'accento viene posto soprattutto sulla perdita di benessere potenziale per il risparmiatore se vige, come è il caso attualmente nella maggior parte dei paesi europei, l'obbligo di conversione del capitale accumulato per la previdenza complementare in rendita. Secondo quanto risulta dallo studio EFAMA, il mantenimento di un'allocatione di portafogli diversificata e con una componente azionaria almeno per una parte significativa durante la fase di pensionamento, con un graduale trasferimento verso l'investimento obbligazionario e la rendita, consentirebbe all'individuo di ottenere livelli di consumo sostanzialmente più elevati rispetto a quanto reso possibile da una immediata conversione in rendita. Come già sottolineato dallo studio di Oxera, la maggior flessibilità offerta dagli strumenti di risparmio gestito rende possibile una maggior aderenza tra le scelte e le preferenze del risparmiatore in termini di tolleranza del rischio, rischio, situazione patrimoniale complessiva, altri fonti di reddito e desiderio di lasciare eredità.

Lo studio considera come il regolatore pubblico sia generalmente guidato sia da ragioni "paternalistiche" di protezione del pensionato da scelte di consumo eccessivo o eccessivamente rischiose, sia da esigenze di stabilizzazione dei flussi fiscali. La normativa dei maggiori paesi europei, al contrario di quella statunitense, prevede infatti l'obbligo di conversione immediata in rendita – seppur con modalità diverse. In questo contesto, lo studio contiene alcuni risultati chiave dei quali si dovrebbe tenere conto nella definizione del sistema previdenziale. Lo studio di EFAMA, ritorna su uno di quelli che paiono essere i fili conduttori della riflessione relativamente allo sviluppo del risparmio gestito: la modifica della normativa nel senso di una

⁷ Raimond Murer, Barbara Somova (February 2009), *Rethinking Retirement Income Strategies - How Can We Secure Better Outcomes for Future Retirees?*, EFAMA

maggior libertà nelle scelte del risparmiatore affiancate da misure di protezione del risparmiatore e almeno in parte agevolate ad una innovazione di prodotto da parte degli operatori del settore. In particolare qui il prof. Maurer auspica che nella normativa europea si trovi un migliore equilibrio tra le esigenze pubblicistiche del regolatore e i bisogni dei pensionati, consentendo la flessibilità per determinare il profilo di rischio-rendimento che più si addice alla specifica situazione patrimoniale e alle preferenze rispetto al rischio del singolo. Lo studio di EFAMA comprende anche una survey sull'attuale offerta di prodotti di risparmio gestito per la fase di decumulo a partire dalla quale si ipotizza che l'offerta attualmente non ampia di prodotti per la fase di decumulo sarebbe opportunamente stimolata da un quadro normativo appropriato. Ciò promuoverebbe l'innovazione nei mercati finanziari europei e stimolerebbe un'offerta che risponda ai bisogni dei pensionati.

Secondo quanto emerso nel dibattito nato attorno allo studio, l'ampliamento della scelta e una maggior concorrenza tra prodotti e servizi per il decumulo porterebbe ad una riduzione dei costi, oggi molto elevati nel mercato delle rendite; trattamenti fiscali non discriminatori verso forme alternative alla trasformazione in rendita consentirebbero ai gestori del risparmio di raggiungere sufficienti economie di scala atte a consentire l'offerta di prodotti innovativi. Tali prodotti, come verificato da alcuni operatori europei già attivi nel settore – ad esempio con l'offerta dei Riesterplan tedeschi – richiedono infatti significativi investimenti in IT e in risorse umane.

Solo l'impegno del regolatore europeo e nazionale verso una normativa che consenta la coerenza tra esigenze di massimizzazione del benessere del pensionato e protezione dal rischio di longevità consentirà ai gestori del risparmio di rispondere alla domanda proveniente dal mercato per soluzioni alternative alla trasformazione in rendita dell'intero capitale, integrando al meglio quanto offerto dal sistema di pensione pubblico con il sistema previdenziale complementare.

Uno sguardo alle misure intraprese nei principali mercati dell'Unione

Accanto a quanto espresso a livello europeo, è interessante dare un rapido sguardo a quanto accaduto nei principali mercati nazionali e alle principali azioni intraprese dai regolatori dei singoli paesi per capire se le riflessioni scaturite in quei paesi possano dare indicazione utili sul futuro dell'industria.

Al di là del parallelismo sui temi dei presidi del rischio tra Unione Europea e SEC già illustrato più sopra, negli Stati Uniti molto spazio è stato dato

all'emergere delle problematiche legate ai fondi di liquidità e il ruolo che essi hanno giocato nell'attuale crisi finanziaria; sono dunque state avanzate proposte⁸ di una nuova regolamentazione dei fondi monetari che preveda standard più elevati relativamente ai livelli di liquidità, qualità del credito e concentrazione della clientela, proponendo l'adozione di questi standard a livello di autoregolamentazione e auspicandone la loro integrazione nella normativa. Qualche preoccupazione è anche emersa intorno all'adeguatezza dei sistemi di risparmio previdenziale conosciuti anche come 401(k) plans e l'ICI (l'associazione statunitense del risparmio gestito), pur riaffermando la validità e solidità dell'attuale sistema soprattutto per quanto riguarda l'investimento in fondi, ha auspicato una maggior trasparenza, non solo nei costi – già oggetto di approfondita disclosure – ma anche in termini di rischi, performance e obiettivi di investimento. Anche qui si è posto poi l'accento sull'importanza dell'educazione finanziaria e dell'effettiva accessibilità e fruibilità dell'informazione fornita. Sul tema della sorveglianza è poi emersa la richiesta di maggiori poteri per la SEC fino a prevedere la possibilità che essa abbia la facoltà di autorizzare il Board del Fondo a sospendere i rimborsi per tutelare il fondo stesso e i suoi sottoscrittori.

In Francia, primo mercato europeo per i prodotti del Risparmio gestito, l'attenzione e l'impegno è stata molto forte sui temi della passaportazione della società di gestione disciplinati dalla direttiva UCITS IV. Le richieste dell'industria continentale – nel quadro del quale si è inserito anche l'impegno di Assogestioni - e l'azione del governo francese durante il suo semestre di presidenza, hanno sicuramente contribuito a fare accogliere questa normativa nel testo finale della direttiva. L'industria francese del risparmio gestito che occupa già una posizione di assoluto rilievo nel panorama internazionale extraeuropeo figurando tra i primi esportatori di prodotti UCITS al mondo, scorge nelle nuove possibilità di consolidamento e crescita offerte dalla UCITS IV, tramite non solo il passaporto delle società di gestione ma anche fusioni e creazione di strutture master-feeder, una strada per accrescere il proprio ruolo in Europa diventando più competitiva grazie anche all'acquisizione di economie di scala.

Per quanto riguarda le reazioni alla crisi, il dibattito in Francia si è incentrato sui temi della governance, sulla promozione del cosiddetto modello europeo di regolamentazione che privilegia la protezione dell'investitore, della richiesta di politiche di supporto al risparmio a lungo termine anche

⁸ ICI Chairman Address (2009), General Membership Meeting, ICI

attraverso la richiesta di creazione di un tavolo di lavoro e sull'enfasi su quello che viene definito il buy side. Proprio quest'ultimo sembra il punto più interessante per un'articolazione qui più ricca del concetto di protezione del risparmiatore che sottolinea il ruolo dell'investitore come contrappeso al potere del venditore rimarcando il ruolo che devono giocare gli investitori di lungo termine (come ad esempio i fondi pensione), responsabili della qualità e della corretta valutazione del rischio degli asset. La risposta dell'industria alla crisi in Francia è stata anche nel tentativo di riportare al centro dell'attenzione il ruolo non solo prettamente "finanziario" del risparmio gestito ponendo invece l'accento sul ruolo di motore della crescita delle imprese. Il governo francese ha almeno in parte raccolto queste istanze creando un gruppo di lavoro destinato al risparmio a lungo termine e introducendo nella più ampia "legge per la modernizzazione dell'economia" misure che hanno l'obiettivo di perseguire l'innovazione finanziaria al servizio della sicurezza dei risparmiatori. Le misure sono state numerose e diversificate, dalla revisione della normativa sulle SICAV destinata a rendere questi strumenti più flessibili e con più ampi margini di diversificazione del rischio, al tentativo di apertura dei fondi immobiliari ai risparmiatori retail con la creazione di fondi immobiliari "grand public", a misure fiscali che stimolano l'investimento nelle imprese in crescita, all'ampliamento delle tipologie dei fondi comuni di investimento a rischio (FCPR) per rendere la piazza finanziaria francese ancora più competitiva nell'arena internazionale.

In Gran Bretagna, se da parte del regolatore attenzione è stata dedicata al miglioramento del contesto nel quale opera l'industria attraverso modifiche della fiscalità finalizzata a rendere sempre più attrattiva la piazza finanziaria londinese, l'associazione di categoria (IMA) ha dedicato attenzione ai risparmiatori con il lancio di un'indagine bi-annuale per comprendere meglio il comportamento, le intenzioni e le preoccupazioni dei piccoli risparmiatori; nello specifico, l'indagine prevede la misurazione di due indici: l'indice di Fiducia degli Investitori e l'Indice delle Intenzioni degli investitori. Le rilevazioni del 2008 sono state in un certo qual modo rassicuranti mostrando l'intenzione dei risparmiatori retail di rimanere nel mercato nonostante la crisi, in attesa della rivalutazione degli asset. Il governo inglese ha inoltre aperto un Gruppo di lavoro sull'Asset Management che pubblicherà le sue conclusioni nel 2009. Anche le tematiche di governance hanno ricevuto rilievo ed è continuato l'impegno dell'IMA nel promuovere la disciplina e la reportistica degli interventi dei fondi nella governance delle imprese in cui investono i fondi.

Per gettare uno sguardo al di fuori degli attori dell'industria e dare voce ai suoi osservatori, leggiamo uno studio sull'industria dei fondi⁹. Esso trova nella "struttura dei costi rigida, la dipendenza dalla performance dei mercati finanziari e segnali che indicano una fuga verso il contante o altre alternative a basso rischio" i punti di debolezza che minacciano le prospettive di ripresa del settore, per lo meno nel breve periodo. Sulla base di uno studio con dati fino al 2007, l'analisi individua infatti a livello globale un tasso di crescita dei costi maggiore di quella degli asset e una perdita dei guadagni in efficienza conquistati nel 2005. Si sottolinea inoltre come già dal 2006 l'industria non è parsa in grado di attirare le masse del risparmio dei piccoli risparmiatori - la crescita nel periodo 2006 -2007 sarebbe in gran parte riconducibile per due terzi alla crescita del valore degli asset e il nuovo afflusso di capitale sarebbe generato da domanda proveniente dagli investitori istituzionali. In tale condizioni i profitti degli asset manager sono destinati a soffrire in caso di permanenza di andamento negativo dei mercati.

Conclusioni

Pur avendo attraversato un periodo difficile, la crisi ha evidenziato i punti di debolezza del sistema ma anche la forza dei prodotti di risparmio gestito. L'industria appare ancora molto vitale e in grado di superare le attuali difficoltà ponendosi nuovi e più ambiziosi obiettivi, soprattutto per quanto riguarda una maggior rispondenza alle esigenze del cliente retail e trovando un proprio spazio come risposta a quella che forse sta diventando l'esigenza di risparmio più pressante del piccolo investitore ovvero la gestione del risparmio di lungo periodo e previdenziale.

In questo contesto e come dimostrato dall'apertura di tavoli di confronto sull'industria nei principali paesi europei, compresa l'Italia, diventa ancora più importante il ruolo dei governi sia a livello nazionale che europeo nel rendere sempre più coerente la normativa, favorire l'efficienza ma anche diffondere tra i risparmiatori la conoscenza dei prodotti e la loro attrattività con misure fiscali adeguate a supportare l'utilizzo dei fondi come strumenti ideali di risparmio e diversificazione del rischio. Parallelamente ad un quadro di sviluppo europeo, fondamentale resta anche l'azione dei governi nazionali nel rendere competitiva l'industria nazionale riconoscendone il ruolo di motore di crescita del sistema economico.

⁹ *Controlling costs in the European Asset management* (Febbraio 2008), The McKinsey Quarterly



Berlino, Germania
Lavanderia self service

I NUOVI ADEMPIMENTI ANTIRICICLAGGIO PER LE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO

I nuovi adempimenti antiriciclaggio per le società di gestione del risparmio

Sonia Maffei e Camilla Pellegrini

Il decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 (di seguito, il Decreto) recante l'attuazione della direttiva 2005/60/CE concernente la prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo, nonché della direttiva 2006/70/CE che ne reca misure di esecuzione, è intervenuto a modificare e a riformare in maniera sistematica e organica le disposizioni volte a definire gli adempimenti in capo agli intermediari finanziari in materia di antiriciclaggio.

In via generale, le principali novità contenute nel Decreto, al fine di delineare un sistema di prevenzione efficace, attengono, da un lato, all'estensione delle misure di prevenzione contro il riciclaggio anche ai fenomeni di finanziamento del terrorismo, e all'ampliamento delle categorie di soggetti obbligati e, dall'altro lato, al riordino delle disposizioni in materia di vigilanza e controlli nei confronti dei soggetti obbligati.

A tale riguardo si evidenzia, infatti, come il Decreto, nell'ottica di centralizzare le informazioni per il contrasto al riciclaggio, anche in relazione allo scambio di informazioni tra le autorità competenti a livello internazionale, abbia deliberato la soppressione dell'UIC, istituendo, presso la Banca d'Italia, l'Unità di informazione Finanziaria (UIF), alla quale compete, tra l'altro, oltre all'analisi dei flussi per individuare e prevenire fenomeni di riciclaggio, anche la ricezione delle segnalazioni di operazioni sospette e delle segnalazioni mensili aggregate.

Con riferimento a quanto di specifico interesse per le società di gestione del risparmio, si evidenzia come la principale novità attenga, in coerenza con quanto previsto dalle direttive comunitarie, all'introduzione nel nostro ordinamento del cosiddetto approccio basato sul rischio, che prevede la graduazione delle misure da porre in essere per la prevenzione del fenomeno del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo in relazione al grado di rischio connesso al cliente o all'operazione posta in essere.

Ciò significa che gli obblighi di adeguata verifica della clientela devono essere assolti commisurandoli al rischio associato al tipo di cliente, rapporto continuativo, operazione, prodotto o transazione e, a tal fine, gli intermediari devono essere in grado di dimostrare alle Autorità competenti che le misure adottate sono *adeguate all'entità del rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo*. E', infatti, previsto che gli intermediari applichino obblighi semplificati o rafforzati di adeguata verifica della clientela a seconda che il cliente, ovvero il prodotto oggetto dell'operazione, presentino un minore o maggiore grado di rischio di riciclaggio.

Inoltre, gli intermediari obbligati ai sensi del Decreto, sono tenuti ad adottare idonei e appropriati sistemi e procedure volti all'adeguata verifica della clientela e del titolare effettivo, alla registrazione delle informazioni relative alle operazioni e ai rapporti continuativi rilevanti a fini antiriciclaggio e alla segnalazione di operazioni, anche sospette.

Pertanto, l'adeguata verifica della clientela da parte di una Sgr si sostanzia nell'identificazione del cliente e del titolare effettivo, individuato nel soggetto per conto del quale un'operazione è posta in essere, e nella verifica dell'identità sulla base di documenti, dati o informazioni ottenuti da una fonte affidabile e indipendente, nonché nell'acquisizione di informazioni circa la natura e lo scopo del rapporto continuativo intrattenuto con il cliente.

Mette conto evidenziare che gli obblighi di adeguata verifica della clientela impongono, altresì, lo svolgimento, da parte degli intermediari e degli altri soggetti obbligati, di un controllo costante per tutto il periodo di durata del rapporto con la clientela. Ciò al fine di avere evidenze costantemente aggiornate.

La normativa antiriciclaggio prevede, poi, che le Sgr siano tenute a registrare i dati e le informazioni relativi alle operazioni di importo complessivamente superiore ai 15.000 Euro nell'Archivio Unico Informatico (AUI) e a conservarli per un periodo di dieci anni. Le informazioni relative all'operatività dei soggetti obbligati, registrate nell'AUI, vengono poi trasmesse, periodicamente e in maniera aggregata, alla UIF, al fine di consentire l'effettuazione di analisi mirate a far emergere eventuali fenomeni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo e di svolgere analisi e studi su settori dell'economia o specifiche realtà territoriali ritenute a rischio.

Da ultimo, gli intermediari finanziari sono tenuti a inviare alla UIF, senza ritardo, una segnalazione di operazione sospetta quando sanno, sospettano o hanno

ragionevoli motivi per sospettare che siano in corso o che siano state compiute o tentate operazioni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo.

Nell'ambito dell'attività di supporto e formazione agli Associati, anche nelle more dell'emanazione della normativa di attuazione del Decreto da parte delle competenti Autorità di vigilanza, Assogestioni ha predisposto un questionario da sottoporre alla clientela per l'individuazione e la successiva classificazione del grado di rischio. Il questionario, che costituisce uno strumento completo per la profilazione della clientela sotto il profilo del rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, può essere utilizzato dalle società indipendentemente dalle modalità di offerta dei prodotti (collocamento diretto, collocamento per il tramite di promotori finanziari, collocamento per il tramite di altri intermediari finanziari parimenti soggetti agli obblighi antiriciclaggio).

Questo, infatti, intende fornire alle Società uno strumento di ausilio per l'assolvimento dei nuovi obblighi imposti dalla disciplina preventiva del fenomeno di riciclaggio, individuando le informazioni minime necessarie per l'adeguata verifica della clientela e l'attribuzione del relativo grado di rischio di riciclaggio.

A tale scopo, il questionario si compone di una parte da sottoporre al cliente al momento del compimento delle operazioni, ovvero all'apertura del rapporto continuativo, al fine di acquisire le informazioni funzionali all'individuazione del grado di rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo attribuibile, e di un'altra parte, che non deve essere compilata dalla clientela, che contiene le informazioni relative ai dati e agli indici che la Sgr è tenuta a monitorare nell'ambito del rapporto con la clientela stessa.

Il momento attuale rappresenta una fase di transizione, anche per le Sgr. La nuova normativa contenuta nel Decreto è in vigore dal 29 dicembre 2007, anche se le relative istruzioni da parte delle Autorità, prime fra tutte la Banca d'Italia, non sono state ancora definitivamente emanate. Ciò significa che, in quanto compatibili con la normativa contenuta nel Decreto, la previgente disciplina recata dal dm n. 142 del 2006 e dalle istruzioni applicative dell'UIC è tutt'ora applicabile.

Tuttavia, il regime transitorio non è tale da escludere l'applicabilità immediata del nuovo approccio basato sul rischio e della conoscenza della clientela. Resta, comunque, da verificare come questa nuova impostazione sarà adattata all'operatività effettiva delle Sgr che possono operare sia direttamente, instaurando, quindi un rapporto diretto con la clientela, sia indirettamente, per il tramite dei soggetti incaricati della distribuzione dei prodotti.

Appendice 1

DATI E TAVOLE STATISTICHE

Gestione collettiva e gestione di portafoglio - 2008

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	Raccolta netta annua	Patrimonio promosso al 31/12/2008	Patrimonio gestito al 31/12/2008		
GESTIONE COLLETTIVA	-141.858	437.893	52,2%	434.142	51,6%
Fondi aperti	-143.651	402.668	48,0%	398.376	47,3%
Fondi chiusi	1.793	35.225	4,2%	35.766	4,3%
GESTIONE DI PORTAFOGLIO	-58.066	400.590	47,8%	407.366	48,4%
GPF retail	-33.859	35.941	4,3%	36.535	4,3%
GPM retail	-13.067	68.624	8,2%	72.248	8,6%
Gestioni di patrimoni previdenziali	4.386	23.747	2,8%	26.426	3,1%
Gestioni di prodotti assicurativi	-11.913	203.036	24,2%	202.036	24,0%
Altre Gestioni	-3.614	69.241	8,3%	70.122	8,3%
TOTALE (*)	-199.925	838.483	100,0%	841.508	100,0%
AZIONARI (*)	-37.778	77.228	9,2%	76.383	9,1%
BILANCIATI (*)	-31.633	184.922	22,1%	187.742	22,3%
OBBLIGAZIONARI (*)	-72.570	228.469	27,2%	229.503	27,3%
MONETARI (*)	-11.308	101.184	12,1%	99.326	11,8%
FLESSIBILI (*)	-23.918	67.643	8,1%	66.011	7,8%
HEDGE (*)	-8.451	21.534	2,6%	21.347	2,5%
IMMOBILIARI (*)	1.721	34.883	4,2%	35.423	4,2%
NON CLASSIFICATO (*)	-15.988	122.620	14,6%	125.773	14,9%
TOTALE (*)	-199.925	838.483	100,0%	841.508	100,0%
GRUPPI ITALIANI (*)	-171.509	704.755	84,1%	698.779	83,0%
Gestione collettiva	-108.598	362.805	43,3%	351.992	41,8%
Gestione di portafoglio	-62.911	341.950	40,8%	346.787	41,2%
GRUPPI ESTERI (*)	-28.416	133.728	15,9%	142.729	17,0%
Gestione collettiva	-33.261	75.088	9,0%	82.149	9,8%
Gestione di portafoglio	4.844	58.640	7,0%	60.580	7,2%
TOTALE (*)	-199.925	838.483	100,0%	841.508	100,0%
NUMERO SOCIETA'		312		330	
NUMERO GRUPPI'		87		8	

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

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

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio - 2008

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008
AZIONARI	114.061	107.696	90.044	68.506
AZ. ITALIA	9.450	7.809	6.420	5.013
AZ. AREA EURO	6.037	6.214	5.236	4.235
AZ. EUROPA	31.893	27.213	22.055	17.011
AZ. AMERICA	15.459	16.078	14.953	11.036
AZ. PACIFICO	12.282	11.664	9.500	7.732
AZ. PAESI EMERGENTI	13.423	14.094	10.346	6.776
AZ. PAESE	5.120	4.728	3.828	2.906
AZ. INTERNAZIONALI	11.586	11.527	9.943	7.811
AZ. ENERGIA E M.P.	1.553	1.630	1.121	728
AZ. INDUSTRIA	259	212	235	208
AZ. BENI CONSUMO	509	346	430	393
AZ. SALUTE	637	558	667	530
AZ. FINANZA	757	586	783	621
AZ. INFORMATICA	793	938	825	678
AZ. SERV. TELECOM.	242	167	141	115
AZ. SERV. PUBBL. UT.	550	537	489	399
AZ. ALTRI SETTORI	1.163	1.061	922	636
AZ. ALTRE SPECIAL.	2.347	2.336	2.149	1.678
BILANCIATI	28.354	23.845	21.946	17.671
BILANCIATI AZIONARI	1.227	908	780	624
BILANCIATI	13.952	12.862	11.635	8.726
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	13.175	10.075	9.531	8.322
OBBLIGAZIONARI	210.169	193.745	178.475	156.925
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	57.407	53.796	51.309	48.375
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	56.660	50.245	45.427	42.980
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	6.264	6.397	6.015	4.866
OBBL. EURO HIGH YIELD	1.663	1.832	1.563	1.072
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	792	371	398	237
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.743	1.380	1.361	1.354
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	71	63	66	59
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	259	370	370	199
OBBL. INT.LI GOV.	7.458	6.840	6.711	5.863
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	791	812	182	134
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	1.036	1.262	1.002	610
OBBL. YEN	574	413	344	413
OBBL. PAESI EMERGENTI	4.860	4.538	3.631	2.263
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	30.812	26.544	23.840	20.604
OBBL. MISTI	17.792	18.127	16.797	14.410
OBBL. FLESSIBILI	21.987	20.756	19.459	13.487
FONDI DI LIQUIDITA'	94.689	92.760	91.806	85.917
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	93.676	91.460	90.525	85.106
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	728	1.102	1.082	738
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	3	4	6	12
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	283	194	193	61
FLESSIBILI	64.387	62.749	59.450	52.254
FONDI HEDGE	36.422	34.694	31.929	21.387
TOTALE	548.082	515.491	473.650	402.661

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008
AZIONARI	39.043	34.998	29.894	23.429
AZ. ITALIA	6.699	5.379	4.442	3.473
AZ. AREA EURO	2.427	2.918	2.511	2.013
AZ. EUROPA	11.511	9.632	8.205	6.570
AZ. AMERICA	2.901	2.664	2.555	1.975
AZ. PACIFICO	4.063	3.782	3.169	2.614
AZ. PAESI EMERGENTI	3.364	3.284	2.576	1.835
AZ. PAESE	727	610	496	353
AZ. INTERNAZIONALI	5.928	5.501	4.859	3.824
AZ. ENERGIA E M.P.	123	134	102	80
AZ. BENI CONSUMO	30	212	235	208
AZ. SALUTE	121	118	124	104
AZ. FINANZA	110	94	94	65
AZ. INFORMATICA	365	352	317	239
AZ. SERV. TELECOM.	81	57	51	45
AZ. ALTRI SETTORI	71	65	62	48
AZ. ALTRE SPECIAL.	523	408	333	191
AZ. ALTRI SETTORI	1.163	1.061	922	636
AZ. ALTRE SPECIAL.	2.347	2.336	2.149	1.678
BILANCIATI	19.693	15.733	14.056	11.835
BILANCIATI AZIONARI	874	525	448	353
BILANCIATI	9.772	8.772	7.837	6.566
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	9.047	6.436	5.771	4.915
OBBLIGAZIONARI	98.901	89.011	83.060	76.600
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	43.717	40.304	38.502	36.678
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	16.136	13.440	12.231	11.579
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	2.791	2.532	2.270	1.828
OBBL. EURO HIGH YIELD	266	441	377	281
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	359	95	92	58
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	550	394	403	321
OBBL. INT.LI GOV.	2.673	2.255	2.178	2.192
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	705	704	85	73
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	294	320	259	179
OBBL. YEN	64	30	29	18
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.806	1.612	1.482	1.103
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	9.367	6.873	6.398	5.836
OBBL. MISTI	14.996	15.482	14.444	12.871
OBBL. FLESSIBILI	5.177	4.529	4.313	3.584
FONDI DI LIQUIDITA'	67.008	65.687	64.037	58.021
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	67.008	65.375	63.732	57.789
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	312	305	233	738
FLESSIBILI	37.855	35.561	32.705	27.669
FONDI HEDGE	29.509	27.750	25.542	16.499
TOTALE	292.010	268.739	249.294	214.053

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008
AZIONARI	75.018	72.699	60.150	45.077
AZ. ITALIA	2.751	2.431	1.979	1.540
AZ. AREA EURO	3.610	3.297	2.725	2.222
AZ. EUROPA	20.383	17.581	13.850	10.441
AZ. AMERICA	12.558	13.414	12.398	9.061
AZ. PACIFICO	8.219	7.882	6.331	5.119
AZ. PAESI EMERGENTI	10.059	10.810	7.770	4.941
AZ. PAESE	4.392	4.118	3.332	2.553
AZ. INTERNAZIONALI	5.658	6.025	5.085	3.987
AZ. ENERGIA E M.P.	1.431	1.496	1.020	648
AZ. INDUSTRIA	259	212	235	208
AZ. BENI CONSUMO	479	346	430	393
AZ. SALUTE	516	440	543	426
AZ. FINANZA	647	492	689	556
AZ. INFORMATICA	428	586	509	439
AZ. SERV. TELECOM.	161	110	90	70
AZ. SERV. PUBBL. UT.	550	537	489	399
AZ. ALTRI SETTORI	1.091	996	860	588
AZ. ALTRE SPECIAL.	1.824	1.927	1.816	1.487
BILANCIATI	8.660	8.112	7.890	5.837
BILANCIATI AZIONARI	353	383	332	271
BILANCIATI	4.179	4.090	3.798	2.160
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	4.128	3.639	3.760	3.406
OBBLIGAZIONARI	111.268	104.734	95.415	80.325
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	13.690	13.492	12.807	11.697
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	40.525	36.805	33.196	31.401
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	3.473	3.864	3.745	3.038
OBBL. EURO HIGH YIELD	1.396	1.391	1.187	791
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	433	277	307	179
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.193	986	958	1.033
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	71	63	66	59
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	259	370	370	199
OBBL. INT.LI GOV.	4.785	4.585	4.534	3.671
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	85	109	98	61
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	742	942	743	431
OBBL. YEN	510	383	315	395
OBBL. PAESI EMERGENTI	3.054	2.926	2.149	1.160
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	21.445	19.671	17.443	14.768
OBBL. MISTI	2.796	2.645	2.353	1.538
OBBL. FLESSIBILI	16.810	16.227	15.146	9.904
FONDI DI LIQUIDITA'	27.680	27.073	27.769	27.896
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	26.668	26.085	26.793	27.318
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	728	790	776	505
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	3	4	6	12
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	283	194	193	61
FLESSIBILI	26.532	27.188	26.746	24.585
FONDI HEDGE	6.913	6.945	6.387	4.888
TOTALE	256.072	246.751	224.356	188.609

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008
AZIONARI	113.243	106.582	89.015	67.667
AZ. ITALIA	9.450	7.809	6.420	5.013
AZ. AREA EURO	6.037	6.214	5.236	4.235
AZ. EUROPA	31.838	27.150	21.995	16.963
AZ. AMERICA	15.260	15.882	14.748	10.875
AZ. PACIFICO	12.278	11.660	9.497	7.730
AZ. PAESI EMERGENTI	13.286	13.887	10.179	6.649
AZ. PAESE	5.120	4.728	3.828	2.906
AZ. INTERNAZIONALI	11.439	11.370	9.793	7.690
AZ. ENERGIA E M.P.	1.553	1.630	1.121	728
AZ. INDUSTRIA	259	212	235	208
AZ. BENI CONSUMO	509	346	430	393
AZ. SALUTE	637	558	667	530
AZ. FINANZA	757	586	783	621
AZ. INFORMATICA	793	938	825	678
AZ. SERV. TELECOM.	242	167	141	115
AZ. SERV. PUBBL. UT.	550	537	489	399
AZ. ALTRI SETTORI	1.163	1.061	922	636
AZ. ALTRE SPECIAL.	2.072	1.848	1.704	1.298
BILANCIATI	26.756	22.283	20.354	16.081
BILANCIATI AZIONARI	1.227	908	780	624
BILANCIATI	13.880	12.790	11.524	8.621
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	11.649	8.584	8.049	6.836
OBBLIGAZIONARI	205.295	188.715	173.419	152.027
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	57.407	53.796	51.309	48.375
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	55.135	48.845	43.976	41.557
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	6.264	6.397	6.015	4.866
OBBL. EURO HIGH YIELD	1.663	1.832	1.563	1.072
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	792	371	398	237
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.743	1.380	1.361	1.354
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	71	63	66	59
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	259	370	370	199
OBBL. INT.LI GOV.	7.102	6.542	6.411	5.564
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	758	761	140	90
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	1.036	1.262	1.002	610
OBBL. YEN	574	413	344	413
OBBL. PAESI EMERGENTI	4.860	4.538	3.631	2.263
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	29.199	24.923	22.203	19.010
OBBL. MISTI	17.792	18.127	16.797	14.410
OBBL. FLESSIBILI	20.639	19.096	17.833	11.949
FONDI DI LIQUIDITA'	93.920	91.688	90.843	84.915
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	92.907	90.388	89.562	84.105
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	728	1.102	1.082	738
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	3	4	6	12
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	283	194	193	61
FLESSIBILI	62.629	61.209	57.951	50.988
TOTALE	501.842	470.476	431.581	371.678

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008
AZIONARI	819	1.114	1.029	839
AZ. EUROPA	56	63	59	48
AZ. AMERICA	198	196	205	161
AZ. PACIFICO	4	4	3	2
AZ. PAESI EMERGENTI	138	207	168	127
AZ. INTERNAZIONALI	148	156	150	121
AZ. ALTRE SPECIAL.	275	488	444	380
BILANCIATI	1.598	1.563	1.593	1.591
BILANCIATI	72	72	110	105
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	1.526	1.491	1.482	1.486
OBBLIGAZIONARI	4.874	5.030	5.056	4.898
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.525	1.400	1.451	1.423
OBBL. INT.LI GOV.	356	298	301	299
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	33	51	42	44
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	1.613	1.621	1.637	1.594
OBBL. FLESSIBILI	1.348	1.660	1.626	1.538
FONDI DI LIQUIDITA'	769	1.072	963	1.002
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	769	1.072	963	1.002
FLESSIBILI	1.758	1.541	1.499	1.267
TOTALE	9.818	10.320	10.140	9.596

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008
FONDI HEDGE	36.422	34.694	31.929	21.387
TOTALE	36.422	34.694	31.929	21.387

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2008

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
AZIONARI	-17.974	-4.648	-4.667	-2.343	-29.632
AZ. ITALIA	-1.646	-657	-385	-131	-2.820
AZ. AREA EURO	-1.555	-319	-219	-62	-2.155
AZ. EUROPA	-6.468	-3.491	-1.721	-456	-12.136
AZ. AMERICA	-1.255	820	-723	-335	-1.493
AZ. PACIFICO	-2.689	-572	-741	-449	-4.451
AZ. PAESI EMERGENTI	-1.173	323	-946	-580	-2.376
AZ. PAESE	-740	10	-259	-182	-1.171
AZ. INTERNAZIONALI	-1.407	-244	-238	-143	-2.033
AZ. ENERGIA E M.P.	18	-144	-81	-29	-237
AZ. INDUSTRIA	-123	-31	67	20	-67
AZ. BENI CONSUMO	-126	-106	87	37	-107
AZ. SALUTE	-7	-70	100	-24	-1
AZ. FINANZA	-89	-90	238	90	148
AZ. INFORMATICA	-151	-30	108	8	-65
AZ. SERV. TELECOM.	-46	-36	-21	5	-99
AZ. SERV. PUBBL. UT.	-89	-16	-11	-12	-129
AZ. ALTRI SETTORI	-150	-84	-44	-107	-385
AZ. ALTRE SPECIAL.	-278	92	123	7	-56
BILANCIATI	-4.033	-1.440	-1.481	-1.858	-8.812
BILANCIATI AZIONARI	-154	6	-56	-13	-217
BILANCIATI	-2.201	-774	-719	-904	-4.597
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-1.678	-673	-706	-941	-3.997
OBBLIGAZIONARI	-15.224	-15.158	-16.362	-21.087	-67.831
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-418	-1.841	-3.386	-3.706	-9.352
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-5.094	-5.674	-5.835	-4.325	-20.927
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	20	167	-324	-971	-1.108
OBBL. EURO HIGH YIELD	-205	-49	-180	-162	-596
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	-23	-57	-21	-146	-248
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-415	-169	-173	-92	-849
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-115	1	-2	-4	-119
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	42	73	40	-81	74
OBBL. INT.LI GOV.	-409	-506	-366	-772	-2.053
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	-57	13	-123	-36	-204
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	-17	64	-133	-219	-306
OBBL. YEN	-27	-75	-93	12	-183
OBBL. PAESI EMERGENTI	-538	-447	-792	-892	-2.668
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-2.311	-4.177	-1.830	-3.917	-12.235
OBBL. MISTI	-2.441	-1.393	-1.495	-1.995	-7.324
OBBL. FLESSIBILI	-3.215	-1.086	-1.648	-3.782	-9.732
FONDI DI LIQUIDITA'	2.034	-5.269	-2.059	-6.224	-11.519
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	1.920	-5.218	-1.920	-5.749	-10.967
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	79	31	-159	-380	-429
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	2	1	1	6	10
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	34	-83	18	-101	-132
FLESSIBILI	-6.620	-2.444	-2.795	-5.559	-17.418
FONDI HEDGE	413	-1.547	-1.571	-5.735	-8.440
TOTALE	-41.404	-30.506	-28.935	-42.807	-143.651

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
AZIONARI	-7.274	-3.033	-1.848	-1.057	-13.211
AZ. ITALIA	-1.261	-459	-299	-299	-2.159
AZ. AREA EURO	-452	-257	-139	-139	-936
AZ. EUROPA	-2.594	-1.101	-519	-519	-4.449
AZ. AMERICA	-478	-292	-89	-89	-921
AZ. PACIFICO	-638	-375	-203	-203	-1.351
AZ. PAESI EMERGENTI	-480	-84	-183	-183	-872
AZ. PAESE	-195	-22	-47	-47	-284
AZ. INTERNAZIONALI	-931	-295	-291	-291	-1.652
AZ. ENERGIA E M.P.	-11	-2	-10	-10	-28
AZ. BENI CONSUMO	-5				-5
AZ. SALUTE	-13	-3	1	1	-23
AZ. FINANZA	-16	-5	-2	-2	-24
AZ. INFORMATICA	-42	-19	-17	-17	-93
AZ. SERV. TELECOM.	-15	-5	-3	-3	-24
AZ. ALTRI SETTORI	-16	-6	-1	-1	-25
AZ. ALTRE SPECIAL.	-129	-107	-47	-47	-364
BILANCIATI	-3.585	-1.262	-1.341	-1.389	-7.578
BILANCIATI AZIONARI	-168	-32	-40	-40	-270
BILANCIATI	-1.813	-809	-678	-678	-3.963
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-1.604	-421	-623	-623	-3.345
OBBLIGAZIONARI	-6.582	-8.791	-6.586	-7.298	-29.257
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-315	-2.553	-2.428	-2428	-7.683
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-1.420	-2.292	-1.469	-1469	-6.237
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	-436	-243	-211	-211	-1.265
OBBL. EURO HIGH YIELD	-107	-17	-43	-43	-216
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	-15	-8	-12	-12	-62
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-104	-45	-35	-35	-292
OBBL. INT.LI GOV.	-295	-431	-190	-190	-1.013
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	-18	-12	-112	-112	-153
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	-49	-18	-45	-45	-150
OBBL. YEN	-26	-7	-4	-4	-53
OBBL. PAESI EMERGENTI	-201	-145	-87	-87	-661
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-1.355	-1.163	-552	-552	-3.735
OBBL. MISTI	-1.537	-1.264	-1.152	-1152	-5.488
OBBL. FLESSIBILI	-702	-595	-247	-247	-2.249
FONDI DI LIQUIDITA'	1.316	-3.691	-2.249	-6.112	-10.735
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	1.316	-3.671	-2.210	-2210	-10.598
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO		-19	-38	-38	-137
FLESSIBILI	-5.072	-2.710	-2.604	-4.098	-14.485
FONDI HEDGE	433	-1.602	-1.360	-5.105	-7.635
TOTALE	-20.763	-21.090	-15.989	-25.058	-82.901

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
AZIONARI	-10.700	-1.615	-2.819	-1.287	-16.421
AZ. ITALIA	-386	-199	-86	-86	-661
AZ. AREA EURO	-1.104	-62	-80	-80	-1.219
AZ. EUROPA	-3.874	-2.391	-1.202	-1202	-7.688
AZ. AMERICA	-777	1.112	-635	-635	-572
AZ. PACIFICO	-2.051	-197	-538	-538	-3.101
AZ. PAESI EMERGENTI	-693	407	-763	-763	-1.503
AZ. PAESE	-546	33	-212	-212	-886
AZ. INTERNAZIONALI	-476	51	53	53	-381
AZ. ENERGIA E M.P.	29	-143	-71	-71	-209
AZ. INDUSTRIA	-123	-31	67	67	-67
AZ. BENI CONSUMO	-121	-106	87	87	-102
AZ. SALUTE	6	-68	99	99	23
AZ. FINANZA	-73	-85	239	239	172
AZ. INFORMATICA	-109	-10	125	125	28
AZ. SERV. TELECOM.	-32	-32	-18	-18	-75
AZ. SERV. PUBBL. UT.	-89	-16	-11	-11	-129
AZ. ALTRI SETTORI	-134	-78	-43	-43	-359
AZ. ALTRE SPECIAL.	-149	199	170	170	308
BILANCIATI	-447	-178	-140	-469	-1.233
BILANCIATI AZIONARI	14	39	-16	-16	53
BILANCIATI	-387	35	-41	-41	-634
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-74	-252	-83	-83	-652
OBBLIGAZIONARI	-8.643	-6.366	-9.775	-13.790	-38.574
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-103	711	-959	-959	-1.669
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-3.673	-3.383	-4.366	-4366	-14.690
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	456	410	-114	-114	158
OBBL. EURO HIGH YIELD	-98	-32	-137	-137	-380
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	-8	-49	-8	-8	-186
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-311	-124	-138	-138	-557
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-115	1	-2	-2	-119
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	42	73	40	40	74
OBBL. INT.LI GOV.	-114	-75	-176	-176	-1.040
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	-40	25	-11	-11	-51
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	32	82	-88	-88	-156
OBBL. YEN	-1	-68	-89	-89	-130
OBBL. PAESI EMERGENTI	-337	-302	-705	-705	-2.007
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-956	-3.014	-1.278	-1278	-8.500
OBBL. MISTI	-904	-130	-343	-343	-1.837
OBBL. FLESSIBILI	-2.513	-491	-1.402	-1402	-7.483
FONDI DI LIQUIDITA'	718	-1.578	189	-113	-784
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	604	-1.547	290	290	-370
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	79	51	-121	-121	-292
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	2	1	1	1	10
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	34	-83	18	18	-132
FLESSIBILI	-1.548	266	-191	-1.461	-2.934
FONDI HEDGE	-20	55	-211	-630	-805
TOTALE	-20.640	-9.416	-12.946	-17.748	-60.751

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
AZIONARI	-18.351	-4.969	-4.664	-2.401	-30.384
AZ. ITALIA	-1.646	-657	-385	-131	-2.820
AZ. AREA EURO	-1.555	-319	-219	-62	-2.155
AZ. EUROPA	-6.468	-3.502	-1.722	-456	-12.148
AZ. AMERICA	-1.449	820	-723	-334	-1.686
AZ. PACIFICO	-2.688	-572	-741	-449	-4.449
AZ. PAESI EMERGENTI	-1.310	253	-946	-580	-2.583
AZ. PAESE	-740	10	-259	-182	-1.171
AZ. INTERNAZIONALI	-1.453	-255	-235	-143	-2.086
AZ. ENERGIA E M.P.	18	-144	-81	-29	-237
AZ. INDUSTRIA	-123	-31	67	20	-67
AZ. BENI CONSUMO	-126	-106	87	37	-107
AZ. SALUTE	-7	-70	100	-24	-1
AZ. FINANZA	-89	-90	238	90	148
AZ. INFORMATICA	-151	-30	108	8	-65
AZ. SERV. TELECOM.	-46	-36	-21	5	-99
AZ. SERV. PUBBL. UT.	-89	-16	-11	-12	-129
AZ. ALTRI SETTORI	-150	-84	-44	-107	-385
AZ. ALTRE SPECIAL.	-278	-138	123	-52	-345
BILANCIATI	-4.183	-1.435	-1.514	-1.916	-9.047
BILANCIATI AZIONARI	-154	6	-56	-13	-217
BILANCIATI	-2.198	-773	-758	-901	-4.631
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-1.830	-668	-700	-1.002	-4.199
OBBLIGAZIONARI	-16.224	-15.365	-16.340	-20.848	-68.778
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-418	-1.841	-3.386	-3.706	-9.352
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-5.963	-5.597	-5.835	-4.221	-21.615
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	20	167	-324	-971	-1.108
OBBL. EURO HIGH YIELD	-205	-49	-180	-162	-596
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	-23	-57	-21	-146	-248
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-415	-169	-173	-92	-849
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-115	1	-2	-4	-119
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	42	73	40	-81	74
OBBL. INT.LI GOV.	-712	-453	-366	-772	-2.304
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	-45	-6	-128	-36	-215
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	-17	64	-133	-219	-306
OBBL. YEN	-27	-75	-93	12	-183
OBBL. PAESI EMERGENTI	-538	-447	-792	-892	-2.668
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-2.305	-4.198	-1.831	-3.853	-12.188
OBBL. MISTI	-2.441	-1.393	-1.495	-1.995	-7.324
OBBL. FLESSIBILI	-3.060	-1.384	-1.621	-3.711	-9.776
FONDI DI LIQUIDITA'	1.949	-5.567	-1.927	-6.250	-11.795
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	1.834	-5.516	-1.787	-5.775	-11.244
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	79	31	-159	-380	-429
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	2	1	1	6	10
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	34	-83	18	-101	-132
FLESSIBILI	-6.434	-2.284	-2.765	-5.351	-16.833
TOTALE	-43.242	-29.619	-27.209	-36.766	-136.837

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
AZIONARI	376	321	-3	58	752
AZ. EUROPA	0	11	1	0	11
AZ. AMERICA	194	0	0	-1	193
AZ. PACIFICO	-1	0	0	0	-2
AZ. PAESI EMERGENTI	138	70	0	0	208
AZ. INTERNAZIONALI	46	11	-3	0	53
AZ. ALTRE SPECIAL.	0	230	0	59	289
BILANCIATI	150	-5	33	58	235
BILANCIATI	-2	0	39	-3	34
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	152	-5	-6	61	201
OBBLIGAZIONARI	999	208	-21	-239	947
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	869	-78	0	-104	688
OBBL. INT.LI GOV.	304	-52	0	0	251
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	-12	19	4	0	11
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	-6	21	1	-63	-47
OBBL. FLESSIBILI	-155	298	-27	-71	44
FONDI DI LIQUIDITA'	85	298	-133	26	276
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	85	298	-133	26	276
FLESSIBILI	-186	-161	-31	-208	-585
TOTALE	1.425	661	-155	-306	1.625

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
FONDI HEDGE	413	-1.547	-1.571	-5.735	-8.440
TOTALE	413	-1.547	-1.571	-5.735	-8.440

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta lorda - 2008

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
AZIONARI	25.042	38.312	22.092	20.291	105.737
AZ. ITALIA	1.607	1.503	624	640	4.374
AZ. AREA EURO	802	1.638	806	594	3.840
AZ. EUROPA	6.636	9.770	4.628	5.175	26.210
AZ. AMERICA	5.182	9.526	6.968	6.696	28.372
AZ. PACIFICO	2.769	3.988	2.193	2.447	11.397
AZ. PAESI EMERGENTI	3.052	4.387	2.260	1.991	11.690
AZ. PAESE	928	1.241	456	280	2.904
AZ. INTERNAZIONALI	2.149	3.413	1.392	784	7.738
AZ. ENERGIA E M.P.	565	614	483	340	2.003
AZ. INDUSTRIA	65	114	153	94	426
AZ. BENI CONSUMO	182	292	305	280	1.058
AZ. SALUTE	218	227	353	193	991
AZ. FINANZA	237	361	488	324	1.410
AZ. INFORMATICA	58	235	216	62	570
AZ. SERV. TELECOM.	64	19	13	14	110
AZ. SERV. PUBBL. UT.	67	68	94	39	269
AZ. ALTRI SETTORI	270	292	256	164	981
AZ. ALTRE SPECIAL.	190	624	404	174	1.392
BILANCIATI	1.491	1.727	1.098	558	4.874
BILANCIATI AZIONARI	78	84	40	40	242
BILANCIATI	699	1.262	482	349	2.792
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	714	381	575	170	1.840
OBBLIGAZIONARI	54.088	59.435	25.115	32.438	171.076
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	16.670	16.569	6.565	7.957	47.761
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	13.608	18.891	7.396	13.135	53.030
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.597	3.139	743	765	6.243
OBBL. EURO HIGH YIELD	318	678	162	222	1.380
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	177	90	100	50	416
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	271	314	520	429	1.533
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	6	4	4	18	32
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	125	271	138	62	596
OBBL. INT.LI GOV.	2.088	2.140	878	1.451	6.556
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	83	161	85	3	332
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	200	490	149	105	944
OBBL. YEN	151	108	75	195	529
OBBL. PAESI EMERGENTI	820	1.069	764	411	3.064
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	11.080	6.788	3.576	5.358	26.802
OBBL. MISTI	1.213	3.403	930	419	5.965
OBBL. FLESSIBILI	5.683	5.320	3.032	1.858	15.893
FONDI DI LIQUIDITA'	24.883	25.598	17.593	18.340	86.414
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	24.501	25.156	17.271	18.011	84.940
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	316	376	302	301	1.295
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	2	3	2	13	19
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	65	63	17	15	160
FLESSIBILI	9.520	8.428	6.343	7.294	31.586
FONDI HEDGE	2.704	1.730	1.443	1.026	6.903
TOTALE	117.729	135.231	73.684	79.946	406.590

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano ed estero - Raccolta lorda - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
AZIONARI	24.653	37.951	22.091	20.230	104.925
AZ. ITALIA	1.607	1.503	624	640	4.374
AZ. AREA EURO	802	1.638	806	594	3.840
AZ. EUROPA	6.636	9.760	4.627	5.175	26.198
AZ. AMERICA	4.987	9.526	6.968	6.696	28.177
AZ. PACIFICO	2.769	3.988	2.193	2.447	11.397
AZ. PAESI EMERGENTI	2.915	4.317	2.260	1.991	11.483
AZ. PAESE	928	1.241	456	280	2.904
AZ. INTERNAZIONALI	2.092	3.362	1.392	783	7.629
AZ. ENERGIA E M.P.	565	614	483	340	2.003
AZ. INDUSTRIA	65	114	153	94	426
AZ. BENI CONSUMO	182	292	305	280	1.058
AZ. SALUTE	218	227	353	193	991
AZ. FINANZA	237	361	488	324	1.410
AZ. INFORMATICA	58	235	216	62	570
AZ. SERV. TELECOM.	64	19	13	14	110
AZ. SERV. PUBBL. UT.	67	68	94	39	269
AZ. ALTRI SETTORI	270	292	256	164	981
AZ. ALTRE SPECIAL.	190	395	404	115	1.103
BILANCIATI	1.315	1.727	1.058	497	4.597
BILANCIATI AZIONARI	78	84	40	40	242
BILANCIATI	696	1.262	442	349	2.748
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	542	381	575	109	1.607
OBBLIGAZIONARI	51.708	58.986	25.092	31.828	167.614
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	16.670	16.569	6.565	7.957	47.761
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	12.610	18.888	7.381	12.815	51.694
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.597	3.139	743	765	6.243
OBBL. EURO HIGH YIELD	318	678	162	222	1.380
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	177	90	100	50	416
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	271	314	520	429	1.533
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	6	4	4	18	32
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	125	271	138	62	596
OBBL. INT.LI GOV.	1.784	2.140	878	1.451	6.252
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	81	109	78	3	271
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	200	490	149	105	944
OBBL. YEN	151	108	75	195	529
OBBL. PAESI EMERGENTI	820	1.069	764	411	3.064
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	11.076	6.728	3.575	5.070	26.449
OBBL. MISTI	1.213	3.403	930	419	5.965
OBBL. FLESSIBILI	4.610	4.986	3.032	1.856	14.485
FONDI DI LIQUIDITA'	24.604	25.104	17.549	17.542	84.799
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	24.221	24.662	17.227	17.214	83.325
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	316	376	302	301	1.295
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	2	3	2	13	19
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	65	63	17	15	160
FLESSIBILI	9.237	8.326	6.187	7.255	31.005
TOTALE	111.517	132.094	71.976	77.353	392.941

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano ed estero - Raccolta lorda - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
AZIONARI	389	361	1	60	811
AZ. EUROPA	0	11	1	0	11
AZ. AMERICA	195	0	0	0	195
AZ. PACIFICO	0	0	0	0	0
AZ. PAESI EMERGENTI	138	70	0	0	208
AZ. INTERNAZIONALI	56	50	0	1	109
AZ. ALTRE SPECIAL.	0	230	0	59	289
BILANCIATI	176	0	40	61	277
BILANCIATI	4	0	40	0	44
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	172	0	0	61	233
OBBLIGAZIONARI	2.380	449	23	609	3.462
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	998	2	15	320	1.336
OBBL. INT.LI GOV.	304	0	0	0	304
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	2	53	6	0	61
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	4	60	1	288	353
OBBL. FLESSIBILI	1.073	334	0	2	1.408
FONDI DI LIQUIDITA'	280	494	44	797	1.615
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	280	494	44	797	1.615
FLESSIBILI	283	102	156	39	581
TOTALE	3.508	1.407	264	1.568	6.746

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano ed estero - Raccolta lorda - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
FONDI HEDGE	2.704	1.730	1.443	1.026	6.903
TOTALE	2.704	1.730	1.443	1.026	6.903

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano ed estero - Raccolta lorda - 2007

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 200	Totale
AZIONARI	4.869	6.672	1.400	1.230	14.171
AZ. ITALIA	1.120	839	150	163	2.272
AZ. AREA EURO	147	337	121	77	681
AZ. EUROPA	1.397	1.617	376	381	3.770
AZ. AMERICA	350	683	208	155	1.397
AZ. PACIFICO	651	776	167	146	1.740
AZ. PAESI EMERGENTI	408	723	130	107	1.369
AZ. PAESE	101	55	26	25	207
AZ. INTERNAZIONALI	636	1.360	180	152	2.329
AZ. ENERGIA E M.P.	12	10	5	3	30
AZ. BENI CONSUMO	0				0
AZ. SALUTE	11	57	17	3	88
AZ. FINANZA	2	45	4	3	54
AZ. INFORMATICA	7	154	4	7	173
AZ. SERV. TELECOM.	4	1	1	2	8
AZ. ALTRI SETTORI	4	6	7	4	21
AZ. ALTRE SPECIAL.	17	10	3	4	33
BILANCIATI	428	1.064	183	146	1.820
BILANCIATI AZIONARI	17	17	18	7	58
BILANCIATI	154	724	91	81	1.051
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	257	324	74	57	711
OBBLIGAZIONARI	21.753	20.924	4.402	4.963	52.042
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	11.457	11.394	2.403	2.975	28.229
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	3.618	3.909	723	1.117	9.368
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	370	928	122	101	1.521
OBBL. EURO HIGH YIELD	5	222	3	3	234
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	50	16	8	15	90
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	70	38	23	21	152
OBBL. INT.LI GOV.	394	395	166	257	1.212
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	67	80	80	1	229
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	4	54	3	2	63
OBBL. YEN	4	3	1	2	11
OBBL. PAESI EMERGENTI	97	138	143	30	409
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	4.414	258	108	98	4.879
OBBL. MISTI	700	2.782	237	225	3.944
OBBL. FLESSIBILI	502	704	382	115	1.703
FONDI DI LIQUIDITA'	13.811	15.416	6.969	7.165	43.361
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	13.811	15.330	6.958	7.156	43.256
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO		85	11	9	105
FLESSIBILI	4.914	3.317	1.526	1.010	10.766
FONDI HEDGE	2.184	1.273	977	720	5.154
TOTALE	47.959	48.665	15.457	15.234	127.315

Fondi comuni e Sicav di diritto italiano ed estero - Raccolta lorda - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
AZIONARI	20.173	31.640	20.692	19.061	91.566
AZ. ITALIA	487	665	474	477	2.102
AZ. AREA EURO	656	1.301	685	518	3.159
AZ. EUROPA	5.239	8.154	4.252	4.795	22.440
AZ. AMERICA	4.832	8.843	6.760	6.541	26.976
AZ. PACIFICO	2.118	3.212	2.026	2.301	9.658
AZ. PAESI EMERGENTI	2.644	3.664	2.130	1.883	10.321
AZ. PAESE	826	1.186	430	255	2.697
AZ. INTERNAZIONALI	1.512	2.053	1.212	633	5.409
AZ. ENERGIA E M.P.	553	604	478	338	1.973
AZ. INDUSTRIA	65	114	153	94	426
AZ. BENI CONSUMO	182	292	305	280	1.058
AZ. SALUTE	207	170	336	189	903
AZ. FINANZA	235	317	483	321	1.357
AZ. INFORMATICA	51	80	211	55	398
AZ. SERV. TELECOM.	60	18	12	12	102
AZ. SERV. PUBBL. UT.	67	68	94	39	269
AZ. ALTRI SETTORI	266	286	249	160	960
AZ. ALTRE SPECIAL.	173	615	401	170	1.359
BILANCIATI	1.063	663	915	413	3.054
BILANCIATI AZIONARI	61	68	23	32	184
BILANCIATI	545	538	391	267	1.741
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	457	57	501	113	1.129
OBBLIGAZIONARI	32.335	38.511	20.713	27.474	119.034
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	5.212	5.175	4.163	4.982	19.532
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	9.990	14.981	6.673	12.018	43.663
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.227	2.211	621	664	4.723
OBBL. EURO HIGH YIELD	313	456	159	218	1.146
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	127	73	92	34	326
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	201	276	497	408	1.381
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	6	4	4	18	32
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	125	271	138	62	596
OBBL. INT.LI GOV.	1.694	1.744	712	1.194	5.344
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	15	81	4	2	103
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	195	435	147	104	881
OBBL. YEN	147	105	73	193	518
OBBL. PAESI EMERGENTI	723	930	621	380	2.655
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	6.666	6.530	3.468	5.259	21.923
OBBL. MISTI	513	621	693	194	2.021
OBBL. FLESSIBILI	5.181	4.616	2.650	1.743	14.190
FONDI DI LIQUIDITA'	11.072	10.183	10.623	11.174	43.053
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	10.690	9.826	10.313	10.855	41.684
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	316	291	291	292	1.189
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	2	3	2	13	19
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	65	63	17	15	160
FLESSIBILI	4.606	5.111	4.817	6.285	20.819
FONDI HEDGE	520	458	466	305	1.750
TOTALE	69.770	86.566	58.227	64.713	279.276

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Riscatti - 2008

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
AZIONARI	42.784	42.829	26.719	22.688	135.020
AZ. ITALIA	3.253	2.161	1.009	771	7.194
AZ. AREA EURO	2.315	1.921	1.007	651	5.894
AZ. EUROPA	13.017	13.214	6.330	5.633	38.195
AZ. AMERICA	6.385	8.683	7.717	7.095	29.880
AZ. PACIFICO	5.453	4.548	2.933	2.894	15.828
AZ. PAESI EMERGENTI	4.220	4.060	3.202	2.569	14.052
AZ. PAESE	1.660	1.233	714	461	4.068
AZ. INTERNAZIONALI	3.553	3.657	1.629	927	9.766
AZ. ENERGIA E M.P.	547	759	554	368	2.228
AZ. INDUSTRIA	188	145	87	74	494
AZ. BENI CONSUMO	308	397	218	242	1.165
AZ. SALUTE	219	292	248	215	975
AZ. FINANZA	326	452	250	235	1.263
AZ. INFORMATICA	206	264	105	53	629
AZ. SERV. TELECOM.	110	55	34	11	210
AZ. SERV. PUBBL. UT.	157	84	105	52	398
AZ. ALTRI SETTORI	419	376	295	270	1.360
AZ. ALTRE SPECIAL.	445	528	281	167	1.422
BILANCIATI	5.521	3.171	2.524	2.362	13.578
BILANCIATI AZIONARI	232	77	96	53	457
BILANCIATI	2.898	2.035	1.200	1.252	7.385
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	2.391	1.059	1.228	1.057	5.735
OBBLIGAZIONARI	68.637	74.237	41.313	53.394	237.581
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	16.968	18.367	9.937	11.653	56.925
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	18.433	24.357	13.171	17.426	73.387
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.586	2.961	1.058	1.717	7.323
OBBL. EURO HIGH YIELD	514	722	340	382	1.957
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	198	148	121	193	659
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	671	473	688	513	2.345
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	114	8	6	12	139
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	81	201	95	143	520
OBBL. INT.LI GOV.	2.491	2.637	1.245	2.224	8.597
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	140	149	208	39	536
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	217	426	283	324	1.250
OBBL. YEN	157	172	165	181	675
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.357	1.508	1.559	1.301	5.725
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	13.299	10.942	5.387	9.272	38.900
OBBL. MISTI	3.520	4.767	2.371	2.375	13.033
OBBL. FLESSIBILI	8.891	6.401	4.679	5.640	25.611
FONDI DI LIQUIDITA'	22.810	30.735	19.629	24.464	97.636
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	22.503	30.337	19.124	23.719	95.683
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	244	332	457	659	1.691
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	0	1	1	7	9
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	63	64	47	78	252
FLESSIBILI	15.883	10.755	9.038	12.829	48.505
FONDI HEDGE	2.291	3.277	3.014	6.761	15.343
TOTALE	157.926	165.004	102.236	122.498	547.663

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Riscatti - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
AZIONARI	42.771	42.789	26.714	22.686	134.961
AZ. ITALIA	3.253	2.161	1.009	771	7.194
AZ. AREA EURO	2.315	1.921	1.007	651	5.894
AZ. EUROPA	13.017	13.214	6.330	5.633	38.195
AZ. AMERICA	6.384	8.683	7.717	7.095	29.878
AZ. PACIFICO	5.452	4.548	2.932	2.893	15.825
AZ. PAESI EMERGENTI	4.220	4.060	3.202	2.569	14.052
AZ. PAESE	1.660	1.233	714	461	4.068
AZ. INTERNAZIONALI	3.543	3.618	1.625	925	9.711
AZ. ENERGIA E M.P.	547	759	554	368	2.228
AZ. INDUSTRIA	188	145	87	74	494
AZ. BENI CONSUMO	308	397	218	242	1.165
AZ. SALUTE	219	292	248	215	975
AZ. FINANZA	326	452	250	235	1.263
AZ. INFORMATICA	206	264	105	53	629
AZ. SERV. TELECOM.	110	55	34	11	210
AZ. SERV. PUBBL. UT.	157	84	105	52	398
AZ. ALTRI SETTORI	419	376	295	270	1.360
AZ. ALTRE SPECIAL.	445	528	281	167	1.422
BILANCIATI	5.494	3.166	2.517	2.359	13.536
BILANCIATI AZIONARI	232	77	96	53	457
BILANCIATI	2.892	2.035	1.199	1.249	7.375
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	2.370	1.054	1.222	1.057	5.703
OBBLIGAZIONARI	67.256	73.995	41.268	52.546	235.066
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	16.968	18.367	9.937	11.653	56.925
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	18.304	24.277	13.156	17.002	72.739
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	1.586	2.961	1.058	1.717	7.323
OBBL. EURO HIGH YIELD	514	722	340	382	1.957
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	198	148	121	193	659
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	671	473	688	513	2.345
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	114	8	6	12	139
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	81	201	95	143	520
OBBL. INT.LI GOV.	2.491	2.584	1.245	2.224	8.545
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	126	115	206	39	486
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	217	426	283	324	1.250
OBBL. YEN	157	172	165	181	675
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.357	1.508	1.559	1.301	5.725
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	13.289	10.903	5.387	8.921	38.500
OBBL. MISTI	3.520	4.767	2.371	2.375	13.033
OBBL. FLESSIBILI	7.663	6.365	4.652	5.567	24.246
FONDI DI LIQUIDITA'	22.615	30.538	19.452	23.692	96.298
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	22.308	30.141	18.947	22.948	94.344
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	244	332	457	659	1.691
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	0	1	1	7	9
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	63	64	47	78	252
FLESSIBILI	15.415	10.492	8.851	12.581	47.339
TOTALE	3	160.981	98.802	113864	527.199

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Riscatti - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
AZIONARI	13	40	5	3	60
AZ. EUROPA	0	0	0	0	0
AZ. AMERICA	1	0	0	1	2
AZ. PACIFICO	1	0	0	0	2
AZ. PAESI EMERGENTI	0	0	0	0	0
AZ. INTERNAZIONALI	11	39	4	2	56
AZ. ALTRE SPECIAL.	0	0	0	0	0
BILANCIATI	26	5	7	3	42
BILANCIATI	6	0	1	3	10
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	20	5	6	0	32
OBBLIGAZIONARI	1.381	241	45	848	2.515
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	129	80	15	424	648
OBBL. INT.LI GOV.	0	52	0	0	52
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	14	34	2	0	50
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	10	39	0	351	400
OBBL. FLESSIBILI	1.228	36	27	73	1.365
FONDI DI LIQUIDITA'	194	196	177	772	1.339
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	194	196	177	772	1.339
FLESSIBILI	469	263	187	248	1.166
TOTALE	3	746	419	1873	5.121

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Riscatti - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
FONDI HEDGE	2.291	3.277	3.014	6.761	15.343
TOTALE	3	3.277	3.014	6761	15.343

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Riscatti - 2008

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
AZIONARI	12.143	9.705	3.248	2.287	27.382
AZ. ITALIA	2.381	1.297	449	304	4.431
AZ. AREA EURO	598	594	260	165	1.617
AZ. EUROPA	3.991	2.717	895	615	8.219
AZ. AMERICA	828	975	297	217	2.317
AZ. PACIFICO	1.290	1.151	369	280	3.090
AZ. PAESI EMERGENTI	888	808	313	233	2.241
AZ. PAESE	296	77	73	45	491
AZ. INTERNAZIONALI	1.567	1.655	472	286	3.980
AZ. ENERGIA E M.P.	24	12	15	8	58
AZ. BENI CONSUMO	6				6
AZ. SALUTE	24	59	16	13	112
AZ. FINANZA	18	50	6	4	78
AZ. INFORMATICA	49	174	22	22	266
AZ. SERV. TELECOM.	19	5	4	4	32
AZ. ALTRI SETTORI	20	12	8	7	46
AZ. ALTRE SPECIAL.	146	117	50	84	398
BILANCIATI	4.014	2.326	1.524	1.535	9.399
BILANCIATI AZIONARI	185	49	58	37	329
BILANCIATI	1.967	1.533	769	744	5.014
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	1.861	745	697	754	4.057
OBBLIGAZIONARI	28.335	29.715	10.988	12.261	81.299
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	11.773	13.947	4.830	5.363	35.912
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	5.038	6.201	2.192	2.174	15.605
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	806	1.170	333	477	2.786
OBBL. EURO HIGH YIELD	113	239	46	51	449
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	65	24	21	42	152
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	174	83	59	128	444
OBBL. INT.LI GOV.	689	826	355	354	2.225
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	85	92	192	12	382
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	53	73	48	38	213
OBBL. YEN	30	10	5	18	64
OBBL. PAESI EMERGENTI	298	284	230	258	1.070
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	5.770	1.421	660	763	8.614
OBBL. MISTI	2.237	4.045	1.389	1.759	9.431
OBBL. FLESSIBILI	1.204	1.299	628	821	3.952
FONDI DI LIQUIDITA'	12.495	19.106	9.218	13.277	54.096
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	12.495	19.002	9.169	13.189	53.854
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO		105	49	88	242
FLESSIBILI	9.986	6.028	4.130	5.107	25.251
FONDI HEDGE	1.751	2.875	2.337	5.825	12.788
TOTALE	68.722	69.755	31.446	40.292	210.215

OICR aperti di diritto italiano ed estero - Riscatti - 2007

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

	1° trim 2008	2° trim 2008	3° trim 2008	4° trim 2008	Totale
AZIONARI	30.641	33.125	23.471	20.402	107.638
AZ. ITALIA	873	863	560	467	2.763
AZ. AREA EURO	1.717	1.327	747	486	4.277
AZ. EUROPA	9.026	10.497	5.435	5.018	29.976
AZ. AMERICA	5.557	7.707	7.420	6.878	27.562
AZ. PACIFICO	4.163	3.397	2.564	2.613	12.737
AZ. PAESI EMERGENTI	3.332	3.252	2.889	2.337	11.811
AZ. PAESE	1.364	1.156	642	415	3.577
AZ. INTERNAZIONALI	1.986	2.002	1.157	641	5.786
AZ. ENERGIA E M.P.	523	747	539	360	2.170
AZ. INDUSTRIA	188	145	87	74	494
AZ. BENI CONSUMO	303	397	218	242	1.160
AZ. SALUTE	196	233	233	202	863
AZ. FINANZA	308	402	244	231	1.185
AZ. INFORMATICA	157	90	84	31	363
AZ. SERV. TELECOM.	91	49	30	8	178
AZ. SERV. PUBBL. UT.	157	84	105	52	398
AZ. ALTRI SETTORI	400	364	287	263	1.314
AZ. ALTRE SPECIAL.	299	411	231	83	1.024
BILANCIATI	1.507	845	1.000	827	4.179
BILANCIATI AZIONARI	47	28	38	16	128
BILANCIATI	931	502	431	507	2.371
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	530	315	531	303	1.679
OBBLIGAZIONARI	40.303	44.521	30.324	41.134	156.282
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	5.195	4.420	5.107	6.290	21.012
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	13.395	18.156	10.979	15.252	57.782
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	781	1.790	726	1.240	4.537
OBBL. EURO HIGH YIELD	401	483	294	330	1.507
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	133	123	100	151	507
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	497	390	629	385	1.901
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	114	8	6	12	139
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	81	201	95	143	520
OBBL. INT.LI GOV.	1.802	1.811	890	1.869	6.372
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	55	57	16	27	154
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	164	353	235	286	1.037
OBBL. YEN	127	162	159	163	611
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.059	1.224	1.329	1.043	4.655
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	7.529	9.521	4.728	8.509	30.286
OBBL. MISTI	1.283	722	982	616	3.602
OBBL. FLESSIBILI	7.687	5.102	4.050	4.819	21.659
FONDI DI LIQUIDITA'	10.315	11.628	10.411	11.187	43.541
FONDI DI LIQUIDITA' AREA EURO	10.008	11.336	9.955	10.531	41.830
FONDI DI LIQUIDITA' AREA DOLLARO	244	227	408	570	1.449
FONDI DI LIQUIDITA' AREA YEN	0	1	1	7	9
FONDI DI LIQUIDITA' ALTRE VALUTE	63	64	47	78	252
FLESSIBILI	5.897	4.727	4.908	7.721	23.253
FONDI HEDGE	540	402	677	935	2.555
TOTALE	89.203	95.249	70.790	82.206	337.448

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

	Fondi di diritto italiano				Fondi di diritto estero^				Tipologia giuridica			
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale
dicembre-84	597			597	2.186			2.186	2.783			2.783
dicembre-85	10.217			10.217	3.902			3.902	14.119			14.119
dicembre-86	33.609			33.609	5.511			5.511	39.121			39.121
dicembre-87	30.703			30.703	4.535			4.535	35.238			35.238
dicembre-88	26.630			26.630	4.465			4.465	31.095			31.095
dicembre-89	25.393			25.393	4.420			4.420	29.814			29.814
dicembre-90	24.471			24.471	3.186			3.186	27.657			27.657
dicembre-91	29.025			29.025	2.838			2.838	31.863			31.863
dicembre-92	31.327			31.327	2.562			2.562	33.889			33.889
dicembre-93	56.858			56.858	2.676			2.676	59.535			59.535
dicembre-94	67.226			67.226	2.768			2.768	69.994			69.994
dicembre-95	65.482			65.482	3.521			3.521	69.003			69.003
dicembre-96	101.720			101.720	6.996			6.996	108.716			108.716
dicembre-97	189.739			189.739	12.603			12.603	202.342			202.342
dicembre-98	372.274			372.274	22.828			22.828	395.102			395.102
dicembre-99	472.343	2.955		475.298	62.107			62.107	534.451	2.955		537.405
dicembre-00	454.866	3.373		458.240	115.958			115.958	570.824	3.373		574.198
dicembre-01	411.153	4.699	761	416.613	129.506			129.506	540.659	4.699	761	546.119
dicembre-02	366.843	5.254	2.139	374.235	121.869		612	122.481	488.712	5.254	2.751	496.717
dicembre-03	386.568	5.405	5.269	397.242	148.743		2.320	151.063	535.311	5.405	7.589	548.305
dicembre-04	370.669	7.471	10.732	388.871	177.691		3.343	181.034	548.360	7.471	14.075	569.905
dicembre-05	376.161	9.480	16.059	401.700	234.973		3.708	238.680	611.133	9.480	19.767	640.381
dicembre-06	338.675	9.121	22.488	370.284	280.283		5.820	286.102	618.958	9.121	28.307	656.387
dicembre-07	290.141	2.885	29.316	322.342	283.220	5.600	7.163	295.983	573.361	8.485	36.479	618.325
dicembre-08	195.746	1.808	16.499	214.053	175.932	7.788	4.888	188.609	371.678	9.596	21.387	402.661

*1 dati sui fondi di fondi sono inclusi nei totali.
^Fino al 1998 i dati si riferiscono ai soli fondi cosiddetti "lussemburghesi storici". I dati sono relativi sia a fondi roundtrip che esteri. I dati dei fondi roundtrip si riferiscono al patrimonio complessivo degli OICR aperti, mentre quelli dei fondi esteri si riferiscono al patrimonio detenuto dai soli investitori "italiani".

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

	Fondi di diritto italiano				Fondi di diritto estero^				Tipologia giuridica			
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale
1984	557			557	nd			nd	557			557
1985	8.250			8.250	nd			nd	8.250			8.250
1986	19.390			19.390	nd			nd	19.390			19.390
1987	17			17	nd			nd	17			17
1988	-6.691			-6.691	nd			nd	-6.691			-6.691
1989	-3.438			-3.438	-623			-623	-4.060			-4.060
1990	438			438	-691			-691	-252			-252
1991	2.743			2.743	-536			-536	2.207			2.207
1992	383			383	-524			-524	-141			-141
1993	17.281			17.281	-609			-609	16.672			16.672
1994	13.121			13.121	-179			-179	12.942			12.942
1995	-5.415			-5.415	937			937	-4.478			-4.478
1996	29.967			29.967	3.138			3.138	33.105			33.105
1997	73.894			73.894	4.401			4.401	78.295			78.295
1998	161.534			161.534	5.530			5.530	167.065			167.065
1999	58.261	2.837		61.098	26.918			26.918	85.179	2.837		88.016
2000	-1.473			-1.184	36.108			36.108	34.635	289		34.924
2001	-17.874	1.170	756	-15.948	18.117			18.117	243	1.170	756	2.169
2002	-12.819	441	1.395	-10.983	5.045		178	5.223	-7.774	441	1.573	-5.760
2003	7.704		3.028	10.699	18.352		501	18.853	26.056	-33	3.529	29.552
2004	-26.271	1.766	5.098	-19.407	19.383		822	20.205	-6.888	1.766	5.920	798
2005	-15.824	1.592	4.347	-9.885	31.092		120	31.212	15.269	1.592	4.466	21.327
2006	-46.996	-748	5.250	-42.494	32.187		915	33.103	-14.809	-748	6.166	-9.391
2007	-51.613	-6.426	5.179	-52.860	-5.662	5.437	673	448	-57.275	-990	5.852	-52.412
2008	-74.326	-940	-7.635	-82.901	62.511	2.565	-805	-60.751	-136.837	1.625	-8.440	143.651

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

Fondi comuni e Sicav aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta lorda*
Importi complessivi aggregati per tipologia e domicilio - Dati in milioni di euro

	Fondi di diritto italiano			Fondi di diritto estero^			Tipologia giuridica		
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	
1984	560			560	nd			nd	560
1985	8.631			8.631	nd			nd	8.631
1986	23.927			23.927	nd			nd	23.927
1987	9.075			9.075	nd			nd	9.075
1988	3.217			3.217	nd			nd	3.217
1989	5.136			5.136	384			384	5.520
1990	7.813			7.813	334			334	8.147
1991	11.238			11.238	360			360	11.598
1992	13.708			13.708	202			202	13.910
1993	34.941			34.941	426			426	35.367
1994	43.817			43.817	511			511	44.328
1995	24.182			24.182	2.028			2.028	26.210
1996	63.822			63.822	5.786			5.786	69.608
1997	147.885			147.885	9.855			9.855	157.740
1998	325.410			325.410	16.229			16.229	341.639
1999	359.765	2.904		362.669	28.389			28.389	388.154
2000	339.702	1.535		341.238	100.264			100.264	439.967
2001	219.249	2.834	781	222.865	97.191			97.191	316.440
2002	191.441	2.961	1.530	195.932	107.811		282	108.093	299.252
2003	212.068	2.537	3.498	218.103	119.584		690	120.274	331.652
2004	164.011	3.640	5.971	173.623	127.685		1.645	129.330	291.697
2005	164.872	4.492	6.728	176.091	209.513		968	210.481	374.384
2006	165.550	2.750	7.967	176.267	269.617		2.463	272.080	435.167
2007	129.382	1.754	9.094	140.230	286.622	5.454	3.742	295.817	416.004
2008	120.002	2.160	5.154	127.315	272.939	4.587	1.750	279.276	392.941

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

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

Fondi comuni e Sicav aperti di diritto italiano ed estero - Riscatti*
Importi complessivi aggregati per tipologia e domicilio - Dati in milioni di euro

	Fondi di diritto italiano			Fondi di diritto estero^			Tipologia giuridica		
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	
1984	3			3	nd			nd	3
1985	379			379	nd			nd	379
1986	4.537			4.537	nd			nd	4.537
1987	9.058			9.058	nd			nd	9.058
1988	9.908			9.908	nd			nd	9.908
1989	8.574			8.574	1.007			1.007	9.580
1990	7.375			7.375	1.025			1.025	8.400
1991	8.495			8.495	896			896	9.391
1992	13.325			13.325	726			726	14.051
1993	17.660			17.660	1.035			1.035	18.695
1994	30.697			30.697	690			690	31.386
1995	29.597			29.597	1.091			1.091	30.688
1996	33.855			33.855	2.648			2.648	36.504
1997	73.991			73.991	5.454			5.454	79.445
1998	163.875			163.875	10.699			10.699	174.574
1999	301.504	67		301.571	22.294			22.294	323.865
2000	341.175	1.247		342.422	64.156			64.156	405.331
2001	237.124	1.664	25	238.813	79.074			79.074	316.198
2002	204.260	2.519	135	206.914	102.534		103	102.637	306.794
2003	204.364	2.571	470	207.405	101.203		189	101.393	305.568
2004	190.283	1.874	873	193.030	108.259		823	109.082	298.542
2005	180.695	2.900	2.381	185.976	180.101		848	180.949	360.796
2006	212.546	3.498	2.717	218.761	239.197		1.548	240.745	451.743
2007	180.996	8.180	3.914	193.090	292.170	17	3.069	295.257	473.166
2008	194.328	3.099	12.788	210.215	332.871	2.022	2.555	337.448	527.199

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

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

Fondi pensione aperti - 2008

Comparti, iscritti, raccolta netta e attivo netto

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

Dati per istitutore

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

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

Fondi chiusi immobiliari - 2008

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

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

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 pertinenza

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

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

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

Future: contratto negoziato generalmente su mercati regolamentati attraverso il quale le parti, alla scadenza concordata, si impegnano a comprare o a vendere un certo quantitativo di strumenti finanziari, 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'acqui-

sto 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, mandatarî 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: è 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

