

Rapporto del Gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani

**FONDI COMUNI ITALIANI:
SITUAZIONE ATTUALE E POSSIBILI LINEE DI INTERVENTO**

Luglio 2008

INDICE

1 INTRODUZIONE E SINTESI	3
2 LA RICCHEZZA FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE ITALIANE	5
3 LA SITUAZIONE ATTUALE DEI FONDI COMUNI ITALIANI.....	10
3.1 IL RIDIMENSIONAMENTO DEI FONDI COMUNI.....	10
3.2 LA COMPETITIVITÀ DELLE SGR ITALIANE	13
3.2.1 Caratteristiche dei prodotti	13
La delocalizzazione e l’offerta di fondi esteri	15
La performance dei fondi	15
3.2.2 Competitività di prezzo	16
I costi di gestione dei fondi comuni italiani	16
Gli altri costi direttamente a carico dei sottoscrittori	18
La scomposizione del costo dei fondi in funzione dei fattori remunerati	18
3.2.3 Efficienza produttiva delle SGR	20
3.3 STRUTTURA DELLA RETE DISTRIBUTIVA	20
Le reti di distribuzione dei fondi comuni nei paesi europei	20
La rete distributiva italiana.....	21
3.4 QUOTE DI MERCATO E STRUTTURA PROPRIETARIA DELL’INDUSTRIA	22
4 ASIMMETRIE REGOLAMENTARI IN MATERIA DI TRASPARENZA	25
Linee di intervento.....	27
5 PROBLEMATICHE DELLA DISTRIBUZIONE	29
Il ruolo delle reti distributive e il loro rapporto con le SGR	29
Evolvere verso assetti diversi della distribuzione e della produzione.....	31
Linee di intervento.....	33
6 LA TASSAZIONE DEI FONDI COMUNI.....	37
Linee di intervento.....	39
7 ALTRE AREE DI INTERVENTO	40
7.1 LINEE EVOLUTIVE DELLA NORMATIVA COMUNITARIA	40
Linee di intervento.....	40
7.2 FONDI SPECULATIVI	41
Linee di intervento.....	42
7.3 COORDINAMENTO TRA AUTORITÀ PUBBLICHE E INDUSTRIA	42
Linee di intervento.....	43
8 CONCLUSIONI	44
ALLEGATO 1 – TAVOLA RIASSUNTIVA DELLE PROPOSTE DI INTERVENTO	46
Riferimenti bibliografici.....	49
Elenco dei partecipanti.....	50

1 INTRODUZIONE E SINTESI

Oramai da diversi anni è in corso un cospicuo deflusso netto di risparmio dai fondi comuni italiani. Il fenomeno costituisce un caso unico tra i principali paesi europei. Il peso dei fondi comuni nella ricchezza finanziaria delle famiglie italiane è sceso ben al di sotto dei valori che si riscontrano nei sistemi finanziari più avanzati.

I fondi comuni, così come le altre tipologie di investitori istituzionali (compagnie di assicurazione e fondi pensione), svolgono in Italia una funzione essenziale, poiché consentono alle famiglie di ridurre considerevolmente i costi di partecipazione ai mercati finanziari e di diversificare più agevolmente il proprio portafoglio. Per una corretta allocazione del risparmio è cruciale anche il livello di educazione finanziaria dei risparmiatori, così come la qualità dei servizi di consulenza offerti dalle reti di distribuzione di fondi comuni e di altri strumenti d'investimento; le banche, i promotori finanziari e altri intermediari a diretto contatto con i risparmiatori possono contribuire notevolmente a indirizzare correttamente le scelte di portafoglio delle famiglie.

Al fine di esaminare le innovazioni normative e regolamentari necessarie per il rilancio dell'industria dei fondi comuni, nel febbraio 2008 la Banca d'Italia, nel rispetto dei propri compiti istituzionali e dell'autonomia dei singoli intermediari, ha promosso la costituzione di un gruppo di lavoro, anche con la partecipazione degli operatori interessati, del Ministero dell'Economia e delle Finanze e della Consob. Questo documento presenta i risultati a cui è giunto il gruppo di lavoro.

La crisi dei fondi comuni italiani è ascrivibile a tre fattori principali: asimmetrie nella regolamentazione dei fondi comuni in materia di trasparenza rispetto ad altri prodotti finanziari; elementi di criticità delle reti di distribuzione; svantaggi fiscali. Le linee di intervento delineate dal gruppo di lavoro per far fronte a questi fattori di criticità vengono qui di seguito sintetizzate (esse sono riassunte schematicamente nell'Allegato 1, che contiene anche una indicazione dei possibili tempi di realizzazione).

Asimmetrie regolamentari nella distribuzione degli strumenti finanziari ostacolano i confronti fra strumenti diversi in termini di oneri, rendimenti, rischi e liquidabilità degli investimenti. In particolare, si

evidenzia un minore grado di trasparenza informativa, ex ante ed ex post, delle obbligazioni bancarie rispetto ai fondi comuni. È essenziale che ai sottoscrittori di obbligazioni bancarie vengano fornite informazioni analoghe a quelle disponibili per i fondi comuni, sia al momento della sottoscrizione sia durante la vita del titolo. Per quanto attiene ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, agli agenti e broker assicurativi che collocano tali prodotti andrebbero estese le disposizioni in materia di regole di comportamento previste dal Testo Unico della Finanza per banche e SIM che prestano servizi di investimento.

In Italia, così come in molti altri paesi europei, i fondi comuni sono in larga parte distribuiti da banche e da altri intermediari facenti capo a gruppi bancari. Questi canali curano la vendita e il collocamento di una vasta tipologia di strumenti finanziari, che vanno dai prodotti del risparmio gestito fino ai titoli emessi dalle banche stesse, passando per le polizze assicurative e i fondi pensione aperti.

Per evitare distorsioni nell'offerta di prodotti diversi, è necessario sviluppare reti distributive più diversificate, aperte a prodotti concorrenti di più case d'investimento e in grado di assistere la clientela in una corretta allocazione della propria ricchezza finanziaria.

Negli ultimi tempi diversi operatori hanno intrapreso iniziative che tendono a modificare gli assetti finora prevalenti e a sviluppare una pluralità di canali di distribuzione. Occorre favorire e rafforzare le iniziative che provengono dagli intermediari, poiché fondamentale è la valutazione della sostenibilità economica di ogni innovazione.

Le principali linee di intervento individuate riguardano la valorizzazione del ruolo dei consulenti indipendenti; l'innalzamento dei requisiti di neutralità e di professionalità per lo svolgimento dell'attività di consulenza; il miglioramento dell'assistenza alla clientela anche in assenza di consulenza; l'autonomia delle SGR rispetto al gruppo di appartenenza (rafforzamento dei requisiti di indipendenza, adozione di un codice di autodisciplina riguardante il ruolo delle SGR all'interno dei gruppi societari, e altro ancora).

Il regime fiscale penalizza considerevolmente i fondi comuni italiani, che sono tassati anno per anno sul rendimento maturato. È urgente armonizzare tale regime a quello in vigore per i fondi comuni esteri, che sono tassati solo sui proventi distribuiti e sulla plusvalenza realizzata al momento del disinvestimento. Tra le altre misure auspicabili, occorre rendere neutrale per le imprese investire in azioni attraverso l'acquisto diretto dei titoli o attraverso l'acquisto di quote di fondi comuni azionari.

Oltre agli interventi sopra delineati, volti a rimuovere asimmetrie regolamentari, criticità dei servizi di distribuzione e di consulenza nonché svantaggi fiscali, vi sono diverse altre misure che potrebbero favorire la crescita dei fondi comuni in Italia. Significativi guadagni

di efficienza si potrebbero ottenere per gli intermediari del nostro Paese attraverso interventi miranti a una maggiore integrazione in Europa delle strutture produttive dell'industria del risparmio gestito, quali le iniziative in materia di passaporto comunitario per le società di gestione, di fusione transfrontaliera di fondi comuni e di costituzione di master/feeder funds. Con riferimento al comparto dei fondi "alternativi", cresciuto rapidamente nel corso di questo decennio, vi sono i presupposti per un abbassamento della soglia di investimento minimo e una revisione dei vincoli sul numero massimo di partecipanti. Appare infine auspicabile che, sulle tematiche strategiche per il futuro degli investitori istituzionali italiani, si agevoli il coordinamento tra l'industria, l'autorità di governo e le autorità di vigilanza.

2 LA RICCHEZZA FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE ITALIANE

Questo capitolo fornisce una breve rassegna dell'evidenza disponibile sulla composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane e sul ruolo che gli intermediari finanziari, e specificamente gli investitori istituzionali (fondi comuni, compagnie di assicurazione e fondi pensione), possono svolgere per una corretta allocazione del portafoglio.

Le famiglie italiane investono molto in depositi, titoli di Stato e obbligazioni

Le famiglie italiane detengono una quota relativamente elevata della propria ricchezza finanziaria in depositi, titoli di Stato e obbligazioni (tav. 1). Alla fine del 2006 questi strumenti finanziari rappresentavano circa il 44 per cento del portafoglio complessivo; la quota sfiorava il 49 per cento se si considera anche il Trattamento di fine rapporto (Tfr), che può essere assimilato a un'attività finanziaria a basso rischio. Negli altri principali paesi, il peso delle attività monetarie e dei titoli obbligazionari raggiungeva livelli comparabili solo in Germania, mentre risultava assai più basso in

Tavola 1

Composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie
(dati di fine periodo; valori percentuali)

Paese	Anno	moneta + titoli obbligazionari (1)		azioni quotate	moneta + titoli obbligazionari + azioni quotate		moneta + titoli obbligazionari + azioni quotate + risparmio gestito (2)		azioni non quotate	totale azioni	moneta + titoli obbligazionari + azioni quotate + risparmio gestito		Tfr (3)	prestiti e altro	Totale
		[a]	[b]		[a+b]	[c]	[a+b+c]	[d]			[b+d]	[a+b+c+d]			
Italia	1999	39,4	15,7	7,6	47,0	23,4	70,4	22,8	30,3	93,2	4,1	2,8	100,0		
	2006	43,9	18,3	5,7	49,6	20,4	69,9	22,3	28,0	92,3	4,6	3,2	100,0		
Francia	1999	37,1	2,5	5,0	42,1	39,8	81,9	13,8	18,7	95,7		4,3	100,0		
	2006	30,6	1,4	4,5	35,0	44,9	79,9	15,4	19,9	95,3		4,7	100,0		
Germania	1999	45,1	9,4			37,0			16,6	98,8		1,2	100,0		
	2006	44,1	10,3			41,5			13,3	99,0		1,0	100,0		
Spagna	1999	38,9	2,4	10,8	49,7	28,7	78,5	18,5	29,3	97,0		3,0	100,0		
	2006	40,5	2,5	8,8	49,4	26,2	75,6	20,9	29,8	96,5		3,5	100,0		
Area euro	1999	40,2	8,7			35,7			22,1	98,0		2,0	100,0		
	2005	40,3	8,6			39,7			18,2	98,1		1,9	100,0		
Regno Unito	1999	20,6	1,5	10,2	30,8	57,7	88,5	8,8	19,0	97,4		2,6	100,0		
	2006	26,8	0,8	5,8	32,7	59,3	92,0	4,5	10,3	96,4		3,6	100,0		
Stati Uniti	1999	16,2	6,8	28,8	44,9	40,0	85,0	12,7	41,5	97,7		2,3	100,0		
	2006	20,2	7,1	14,7	34,9	44,3	79,1	17,6	32,2	96,7		3,3	100,0		

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Banque de France, Bundesbank, Banco de España, Eurostat, Blue Book e Federal Reserve. – (1) Attività monetarie (biglietti, monete e depositi), titoli di Stato e altri titoli obbligazionari. – (2) Fondi comuni (nazionali ed esteri), assicurazioni e fondi pensione. Per l'Italia le gestioni patrimoniali, che rappresentano all'incirca il 4 per cento della ricchezza delle famiglie, non sono incluse nel risparmio gestito, ma sono ripartite pro-quota tra titoli obbligazionari, azioni e quote di fondi comuni. – (3) Trattamento di fine rapporto.

Francia, nel Regno Unito e negli Stati Uniti (dove era pari, rispettivamente, al 31, 27 e 20 per cento). Un'altra caratteristica del portafoglio delle famiglie italiane sono le ridotte dimensioni degli investitori istituzionali, che sono analizzate nel capitolo seguente¹.

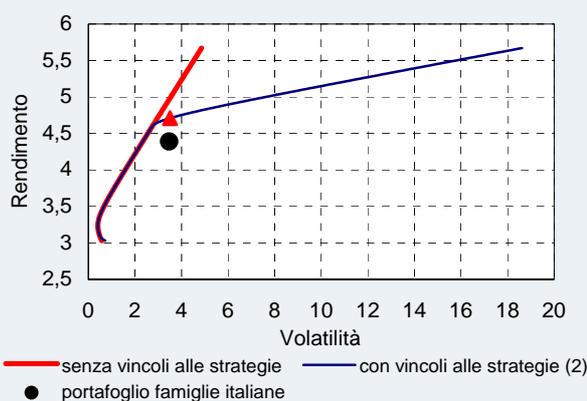
La preferenza delle famiglie italiane per strumenti monetari e a reddito fisso è evidenziata anche dalla bassa diffusione dei fondi comuni azionari: in Italia il peso di questi strumenti sul patrimonio netto complessivo dei fondi comuni armonizzati nazionali alla fine del 2007 non superava il 20 per cento, mentre era pari al 30 per cento in Francia, al 40 in Spagna e al 50 in Germania, fino a raggiungere il 70 per cento nel Regno Unito.

Il portafoglio aggregato delle famiglie italiane evidenzia una bassa volatilità e un certo grado di inefficienza

I dati aggregati riportati nella tavola 1 consentono di fare una valutazione, ancorché approssimativa, della volatilità e del grado di efficienza del portafoglio complessivo

delle famiglie italiane. Sulla base di alcune ipotesi semplificatrici², si ricava che alla fine del 2006 il portafoglio aggregato delle famiglie italiane era caratterizzato da una volatilità molto contenuta, dell'ordine del 3,5 per cento, e da un rendimento lordo pari a circa il 4,4 per cento (fig. 1). Poiché un portafoglio efficiente è quello che, per dato livello di rischio, massimizza il rendimento atteso, una misura semplice e intuitiva di efficienza finanziaria è costituita dalla "perdita di rendimento" sostenuta dalle famiglie per il fatto di non detenere un portafoglio efficiente³. Al livello di volatilità stimato per il portafoglio delle famiglie italiane, il rendimento di quest'ultimo risultava inferiore di 0,3 punti percentuali a quello del portafoglio efficiente (indicato nella figura 1 dal punto della frontiera contrassegnato da un triangolo)⁴. Va tuttavia

Figura 1
Efficienza del portafoglio delle famiglie italiane alla fine del 2006 (1)
(valori percentuali)



(1) Il portafoglio delle famiglie italiane include tutte le attività finanziarie detenute direttamente o per il tramite di fondi comuni, assicurazioni o servizi di gestione patrimoniale. Sono esclusi il circolante, i depositi a vista, le azioni non quotate e il Tfr. (2) La frontiera efficiente con vincoli alle strategie è quella che si può raggiungere senza ricorrere all'indebitamento o a vendite allo scoperto (strategia "long only").

¹ La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane si distingue anche per il peso rilevante delle azioni non quotate (dovuto al limitato ricorso delle imprese italiane alla quotazione in borsa) e per l'istituto del Tfr.

² Per tenere conto della domanda di moneta a scopo transattivo, vengono esclusi il circolante e i depositi a vista, mentre il patrimonio investito in quote di fondi comuni e polizze assicurative viene ripartito pro-quota tra moneta, titoli e azioni sulla base della composizione del portafoglio detenuto da questi investitori istituzionali (tratta dalla Relazione annuale della Banca d'Italia); vengono inoltre escluse le azioni non quotate e il Tfr. Sulla base di queste ipotesi, alla fine del 2006 il portafoglio delle famiglie italiane era costituito per il 24 per cento da attività monetarie, per il 54 da titoli obbligazionari e per il restante 22 per cento da azioni. A queste tre componenti è stato attribuito il rendimento, rispettivamente, dei Bot, dei Btp e delle azioni italiane. Con i rendimenti di queste tre attività finanziarie è stata anche stimata la frontiera efficiente, per il periodo che va dall'introduzione dell'euro, nel 1999, al 2006.

³ Specificamente, la perdita di rendimento è data dal differenziale tra il rendimento del portafoglio efficiente che ha la stessa volatilità del portafoglio delle famiglie e il rendimento di quest'ultimo. Per un approccio di questo tipo applicato a dati campionari relativi a singole famiglie, si vedano, ad es., Calvet, Campbell e Sodini (2007) e Jappelli, Juilliard e Pagano (2007).

⁴ L'inefficienza deriverebbe essenzialmente dal sovrappeso delle attività monetarie e dal sottopeso delle obbligazioni. Essa sarebbe più alta qualora si ipotizzasse che le famiglie possano anche ricorrere all'indebitamento o alle vendite di titoli allo scoperto. A risultati simili si giunge estendendo il periodo campionario all'indietro fino alla metà degli anni ottanta, oppure utilizzando nella stima della frontiera efficiente anche indici azionari o obbligazionari globali, per tenere conto della possibilità di diversificare il portafoglio anche in attività estere. Un grado di inefficienza pari a circa 0,3 punti percentuali risulta pure se si includono nell'analisi le azioni non quotate e il Tfr, attribuendo loro, rispettivamente, il rendimento delle azioni quotate italiane e il rendimento dei Bot.

sottolineato che il dato aggregato può nascondere un'ampia dispersione del grado di efficienza a livello di singoli portafogli e che l'analisi non considera la ricchezza immobiliare⁵.

È bassa soprattutto la percentuale di famiglie che investono in titoli rischiosi

Le indagini campionarie mettono in risalto che il basso profilo di rischio del portafoglio complessivo delle famiglie italiane riflette soprattutto il fatto che è molto contenuta la percentuale di famiglie che investono in titoli rischiosi (piuttosto che la percentuale di titoli rischiosi nel portafoglio delle famiglie che vi investono): dati relativi al 1998 indicano che in Italia una famiglia su cinque investiva in titoli rischiosi, contro una su tre nel Regno Unito e quasi una su due negli Stati Uniti⁶. A distanza di un decennio, è verosimile che un divario significativo sussista ancora, data la forte preferenza per la liquidità espressa dalle famiglie italiane dai primi anni duemila.

In sintesi, l'evidenza disponibile indica che le famiglie italiane sono caratterizzate da un basso tasso di partecipazione ai mercati delle azioni e di altri titoli rischiosi e da un portafoglio finanziario con una volatilità molto contenuta, che riflette l'elevata incidenza di attività monetarie e titoli obbligazionari. Ci si deve dunque domandare cosa possa spiegare un'esposizione così contenuta ai rischi finanziari.

L'importanza di ridurre i costi di partecipazione ai mercati finanziari attraverso il ricorso agli investitori istituzionali...

Secondo la teoria economica, scelte di portafoglio molto prudenti da parte dei risparmiatori possono essere dovute a diversi fattori, quali un grado di avversione al rischio relativamente elevato, la presenza di vincoli all'indebitamento (soprattutto per i risparmiatori più giovani) o l'incertezza sul proprio reddito da lavoro. Gli studi più recenti hanno messo in evidenza l'importanza dei costi di accesso ai mercati finanziari e di informazione, che sarebbero alla base dei limitati tassi di partecipazione delle famiglie in borsa che si riscontrano in diversi paesi⁷. Proprio la difficoltà a intraprendere e gestire investimenti in titoli rischiosi è il principale fattore per cui gli investitori istituzionali (fondi comuni, assicurazioni e fondi pensione) costituiscono un elemento portante di tutti i sistemi finanziari più avanzati; questi intermediari consentono ai risparmiatori di ridurre i costi di partecipazione ai mercati finanziari e di diversificare più agevolmente il proprio portafoglio⁸. La strada maestra per favorire un maggiore ricorso delle famiglie italiane all'investimento in titoli rischiosi è dunque quella di promuovere lo sviluppo degli investitori istituzionali.

... e di promuovere l'educazione finanziaria...

Un altro fattore molto rilevante, strettamente legato ai costi di partecipazione, è il livello di educazione finanziaria. Sulla base delle indagini della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane relative agli anni 1995 e 1998, Guiso e Jappelli (2002, 2005) evidenziano che in molte famiglie italiane si riscontra una grave mancanza di conoscenze finanziarie di base: il 35 per cento dei potenziali investitori ignora che cosa sia un titolo azionario, il 50 per cento un fondo comune; secondo stime econometriche, il raggiungimento

⁵ Jappelli, Juilliard e Pagano (2007), utilizzando i dati di un'indagine del Centro Einaudi relativi a un campione di 1.080 famiglie italiane nel 2001, stimano che la perdita di rendimento (in assenza di vendite allo scoperto) è in media pari a 0,3 punti percentuali, è significativamente diversa da zero per una famiglia su tre ed è superiore a 1 punto percentuale per il 15 per cento delle famiglie del campione. Analizzando dati assai dettagliati sulla ricchezza finanziaria delle famiglie svedesi (raccolti dal governo svedese a fini fiscali), Calvet, Campbell e Sodini (2007) trovano un'ampia dispersione del grado di efficienza dei portafogli. Per quanto attiene alla ricchezza immobiliare, Pelizzon e Weber (2006) mostrano che essa può condizionare notevolmente l'efficienza del portafoglio delle famiglie italiane che possiedono un'abitazione.

⁶ Cfr. la tavola I.4 in Guiso, Haliassos e Jappelli (2002a) e la tavola 1.2 in Guiso, Haliassos e Jappelli (2002b). La nozione di titoli rischiosi sottostante a Guiso, Haliassos e Jappelli (2002a) varia in parte a seconda del paese considerato, ma tipicamente include le azioni, i fondi comuni, i piani previdenziali e le obbligazioni societarie (in Italia, anche i titoli di Stato a lungo termine).

⁷ Cfr., ad esempio, Guiso, Haliassos e Jappelli (2002a, 2002b) e Campbell (2006).

⁸ Guiso, Haliassos e Jappelli (2002a) documentano il ruolo svolto dagli investitori istituzionali negli anni novanta nel favorire il ricorso delle famiglie all'investimento in titoli rischiosi. Calvet, Campbell e Sodini (2007) mostrano come l'investimento in quote di fondi comuni consenta alle famiglie svedesi di limitare le perdite di efficienza dovute a una scarsa diversificazione del portafoglio azionario.

della consapevolezza dell'esistenza di questi strumenti finanziari da parte di tutte le famiglie italiane basterebbe per raddoppiare il loro tasso di partecipazione ai mercati azionari (dal 12,6 al 23 per cento)⁹. Guiso e Jappelli trovano anche che il grado di cultura finanziaria di base delle famiglie italiane è positivamente associato all'esistenza di una relazione di clientela di lungo periodo (5 o 10 anni) con una banca¹⁰. Ciò indica chiaramente che gli intermediari finanziari, e specificamente le banche, svolgono un ruolo essenziale anche nell'elevare il grado di cultura finanziaria delle famiglie.

... e la qualità dei servizi di consulenza finanziaria

Il raggiungimento di standard minimi di educazione finanziaria e la mera presenza degli investitori istituzionali non sono peraltro sufficienti a garantire un adeguato grado di efficienza delle decisioni di investimento. La gestione di un portafoglio richiede comunque di sostenere costi di informazione e di mantenere un'oculata diversificazione dei rischi (cfr. il capitolo 5 e Beltratti, 2008). Ciò è divenuto ancor più rilevante in seguito alla crescente specializzazione per obiettivi di investimento

dei singoli strumenti finanziari e all'affermarsi di forme di risparmio, quali gli schemi previdenziali integrativi a contribuzione definita o le polizze vita a contenuto finanziario, in cui la responsabilità dell'allocazione di portafoglio grava direttamente sul risparmiatore.

Un chiaro esempio delle difficoltà incontrate dai risparmiatori nella gestione del risparmio è costituito dalla tendenza dei sottoscrittori dei fondi comuni a movimentare il loro portafoglio sulla base delle tendenze passate dei mercati finanziari, piuttosto che di quelle future¹¹. Ne consegue un rendimento del loro portafoglio tendenzialmente inferiore sia a quello registrato dai singoli mercati in cui investono sia a quello che avrebbero conseguito investendo a medio-lungo termine con una cadenza regolare senza tenere conto delle oscillazioni dei mercati finanziari¹². A mero titolo esemplificativo, con riferimento ai fondi comuni italiani dal 2000 al 2007, la tavola 2 riporta un confronto tra i rendimenti annuali *time-weighted* (calcolati normalmente sulla base delle quotazioni giornaliere come rendimento percentuale di un investimento di 1 euro di durata pari al periodo considerato) e i rendimenti *money-weighted* (ponderati per gli investimenti netti effettuati nel periodo, tenendo conto così della sequenza e dell'entità delle transazioni operate dal risparmiatore nell'arco di tempo considerato). La tavola riporta, per ciascun anno, la percentuale di fondi comuni per i quali il rendimento a dodici mesi *money-weighted* ha superato il corrispondente rendimento *time-weighted*. In quasi tutti gli anni questa percentuale è risultata molto bassa, segnalando che il tempismo delle scelte di

Tavola 2

Rendimenti *time-weighted* e rendimenti *money-weighted* dei fondi comuni italiani (1)
(percentuale del numero di fondi)

2000	29,4
2001	26,4
2002	31,3
2003	29,2
2004	44,0
2005	31,2
2006	19,5
2007	59,3

(1) Per ciascun anno, la tavola riporta la percentuale di fondi comuni italiani armonizzati che, nell'arco dei dodici mesi, hanno registrato un rendimento *money-weighted* (ponderato per gli investimenti netti effettuati dal risparmiatore nell'arco di tempo considerato) superiore al rendimento *time-weighted* (variazione percentuale del valore della quota). I dati per il periodo 2000-2004 sono relativi a un campione di circa 700 fondi.

⁹ Poiché l'educazione finanziaria è verosimilmente correlata con il livello di istruzione del risparmiatore, un altro semplice indicatore della sua importanza è il fatto che, in Italia, il basso ricorso all'investimento in azioni o in quote di fondi comuni si riscontra soprattutto tra i lavoratori che non detengono un titolo di studio universitario, mentre per gli altri lavoratori il tasso di partecipazione risulta allineato a quello osservato negli altri principali paesi dell'Europa continentale (pur risultando anche in questo caso più basso di quello registrato nei paesi anglosassoni, dove maggiore è lo sviluppo dei mercati finanziari); cfr. la tavola 1.2 in Guiso, Haliassos e Jappelli (2002b).

¹⁰ Questo risultato è robusto all'inclusione di diverse altre variabili esplicative, quali le tradizionali determinanti socio-economiche del risparmio (istruzione, ricchezza, reddito e anno di nascita), il grado di intensità delle relazioni sociali nella provincia di residenza del risparmiatore nonché il grado di diffusione dei quotidiani nazionali (quest'ultimo essendo una proxy dei costi di produzione delle informazioni).

¹¹ Analoghe tendenze si riscontrano anche presso i risparmiatori di altri paesi; con riferimento ai fondi comuni azionari negli Stati Uniti, si veda Friesen e Sapp (2007).

¹² Si veda l'Appendice B in Cesari, Grande e Panetta (2007).

investimento dei sottoscrittori ha in prevalenza sottratto valore ai loro portafogli, invece che aggiungerlo¹³.

In conclusione, in Italia serie lacune di conoscenza in campo finanziario, unitamente alla presenza di costi di informazione e di accesso ai mercati, contribuiscono a determinare una composizione del portafoglio delle famiglie caratterizzata da basso rischio, basso rendimento e un certo grado di inefficienza. La qualità degli investitori istituzionali, così come quella dei servizi di consulenza finanziaria offerti dai promotori finanziari, dalle banche, dalle assicurazioni e da altre tipologie di intermediari, ha un'importanza cruciale per una corretta allocazione della ricchezza finanziaria delle famiglie nel nostro Paese.

¹³ Va peraltro osservato che, nel periodo in esame, i persistenti effetti di sostituzione tra fondi comuni italiani e altre tipologie di strumenti finanziari (cfr. capitolo 3) riducono il contenuto informativo dei rendimenti *money-weighted* come indicatori del grado di tempismo delle scelte di portafoglio dei risparmiatori. Ad esempio, nel 2007 il fatto che per più della metà dei fondi i sottoscrittori sembrano avere anticipato bene gli andamenti dei mercati riflette verosimilmente il fatto che, la tendenza di medio termine al riscatto delle quote di fondi comuni, non correlata con i rendimenti attesi dai sottoscrittori, abbia consentito a questi ultimi di ridurre per tempo l'esposizione al calo dei corsi azionari verificatosi nella seconda metà del 2007 in seguito alla crisi del mercato dei mutui *subprime* negli Stati Uniti.

3 LA SITUAZIONE ATTUALE DEI FONDI COMUNI ITALIANI

Questo capitolo analizza il significativo calo del patrimonio gestito dai fondi comuni in atto oramai da alcuni anni, ponendo in luce i principali fattori alla base di questo fenomeno. Il primo paragrafo esamina il forte deflusso netto di risparmio e la conseguente perdita di peso dei fondi italiani sia nel portafoglio delle famiglie sia nel mercato europeo. Il secondo paragrafo analizza le capacità competitive delle società di gestione del risparmio (SGR), prendendo in esame le caratteristiche dei prodotti (estensione della gamma, innovatività, qualità), il loro costo in relazione a strumenti finanziari alternativi italiani ed esteri e alcuni indicatori di efficienza operativa. Il terzo paragrafo si focalizza sulla rete di distribuzione, mentre il quarto paragrafo, infine, descrive la struttura proprietaria delle SGR.

3.1 IL RIDIMENSIONAMENTO DEI FONDI COMUNI

Il mercato italiano del risparmio gestito è di dimensioni contenute

L'incidenza del risparmio gestito sulla ricchezza finanziaria complessiva delle famiglie italiane è contenuta nel panorama internazionale (tav. 3)¹⁴. A

fronte di un certo sviluppo dei prodotti assicurativi (11 per cento del totale), i fondi comuni hanno un peso (8,3 per cento) inferiore ai valori che si riscontrano negli altri principali paesi; particolarmente basso è il peso dei fondi pensione (0,9 per cento). Nel nostro Paese gli investitori istituzionali sono sottodimensionati anche includendo le gestioni patrimoniali¹⁵, che alla fine del 2006 rappresentavano il 4 per cento della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane (al netto degli investimenti in quote di fondi).

La crisi dei fondi comuni italiani: prolungato e cospicuo deflusso netto di risparmio, ...

Dall'inizio del decennio lo sviluppo del risparmio gestito in Italia è stato penalizzato dal progressivo ridimensionamento del settore dei fondi comuni,

che ha registrato un persistente deflusso netto di risparmio (fig. 2*h*). Il fenomeno è interamente ascrivibile ai fondi di diritto italiano, la cui perdita di risorse è stata solo in parte compensata dalla raccolta netta dei fondi

Tavola 3
Incidenza del risparmio gestito sulla ricchezza finanziaria delle famiglie (1)
(dati di fine periodo; valori percentuali)

Paesi	Anni	depositi	titoli (2)		azioni (2)	Tfr	risparmio gestito			
			di cui: obblig. bancarie				fondi comuni (2) (3)	assicurazioni e fondi pensione	di cui: fondi pensione (4)	
Italia	1999	21,7	15,7	6,8	30,3	4,1	23,4	17,2	6,2	0,6
	2006	23,4	18,3	9,0	28,0	4,6	20,4	8,3	12,0	0,9
	var.	1,7	2,5	2,2	-2,3	0,5	-3,1	-8,9	5,8	0,3
Francia	1999	32,8	2,5		18,7		39,8	11,4	28,5	
	2006	28,1	1,4		19,9		44,9	9,4	35,5	
	var.	-4,8	-1,1		1,1		5,0	-2,0	7,0	
Germania	1999	33,7	9,4		16,6		37,0	10,2	26,8	5,2
	2006	30,6	10,3		13,3		41,5	11,6	30,0	5,5
	var.	-3,0	0,9		-3,3		4,6	1,4	3,2	0,3
Spagna	1999	31,3	2,4		29,3		28,7	16,7	12,0	5,1
	2006	33,2	2,5		29,8		26,2	12,1	14,1	6,1
	var.	1,8	0,1		0,4		-2,5	-4,6	2,1	1,0
Area euro	1999	29,3	8,7		22,1		35,7	12,5	23,2	
	2005	29,3	8,6		18,2		39,7	11,1	28,6	
	var.	0,0	-0,1		-4,0		4,0	-1,4	5,4	
Regno Unito	1999	18,3	1,5	0,0	19,0		57,7	4,8	52,9	
	2006	25,0	0,8	0,0	10,3		59,3	4,3	55,1	
	var.	6,7	-0,7	0,0	-8,7		1,6	-0,5	2,1	
Stati Uniti	1999	8,3	6,8		41,5		40,0	10,8	29,2	20,4
	2006	12,8	7,1		32,2		44,3	13,2	31,0	20,0
	var.	4,5	0,3		-9,2		4,2	2,4	1,8	-0,4

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Banque de France, Bundesbank, Banco de España, Eurostat, Blue Book e Federal Reserve. - (1) Per ciascuno strumento finanziario considerato, quota percentuale delle attività finanziarie lorde delle famiglie detenute in quello strumento. La somma non torna a 100 per l'esclusione del circolante e di altre voci minori. - (2) Include anche gli strumenti finanziari della specie detenuti attraverso i servizi di gestione patrimoniale su base individuale. - (3) Sono inclusi anche i fondi comuni esteri. - (4) Per la Germania alcune forme pensionistiche complementari sono incluse tra le assicurazioni.

¹⁴ Per un'analisi annuale del risparmio gestito in Italia, si vedano le relazioni annuali della Banca d'Italia e della Consob.

¹⁵ Servizi di gestione di portafogli mobiliari svolti su base individuale, invece che in monte. Nella tavola 3, le attività finanziarie detenute dalle famiglie attraverso le gestioni patrimoniali sono attribuite alle rispettive classi di strumento finanziario di appartenenza.

costituiti all'estero da intermediari italiani (cd. fondi *roundtrip*) e da quella, in rapida crescita seppur contenuta, dei fondi esteri di proprietà di intermediari di altri paesi.

Il livello dei riscatti netti di quote di fondi comuni costituisce un caso unico tra i principali paesi europei quanto a entità e persistenza. In particolare, nel biennio 2006-07 in Italia il deflusso netto di mezzi subito dai fondi comuni armonizzati è stato di gran lunga superiore a quello registrato in altri paesi europei (fig. 2*ii*).

La crisi ha colpito tutte le principali categorie di fondi comuni italiani, dagli azionari ai bilanciati, dagli obbligazionari ai monetari.

... perdita di quote di mercato ...

Il deflusso di risparmio ha pesato sul patrimonio, che dal 2000 al 2007 è cresciuto di appena il 17

per cento in termini nominali (da 541 a 635 miliardi; tav. 4), sospinto unicamente dalla espansione dei fondi esteri di emanazione di intermediari di altri paesi. Il patrimonio netto dei soli fondi comuni italiani e dei fondi esteri riconducibili a intermediari italiani è invece sceso del 4 per cento (da 541 a 520 miliardi); all'interno di questa componente, il patrimonio dei fondi italiani si è ridotto di quasi un terzo.

Un andamento in controtendenza è stato registrato dai fondi italiani non armonizzati - in particolare, dai fondi specializzati in investimenti alternativi (fondi speculativi) e dai fondi immobiliari - che tuttavia costituiscono una quota molto contenuta del mercato (tav. 5).

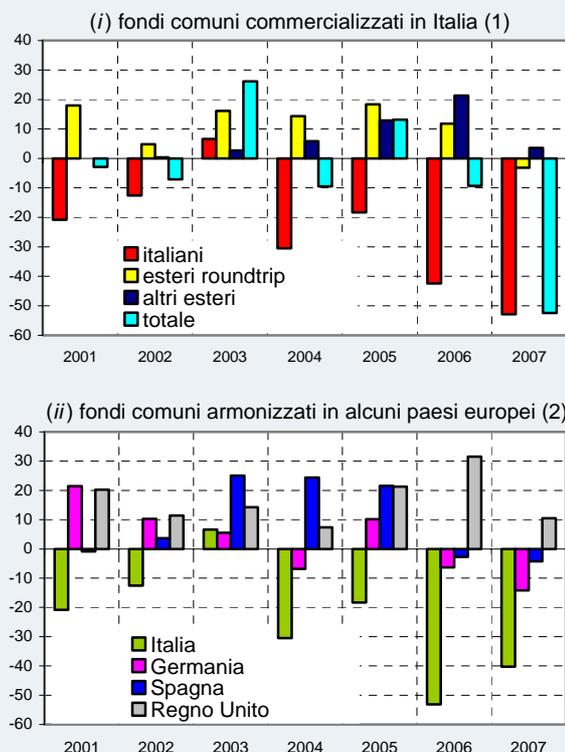
... e perdita di peso nel portafoglio delle famiglie

Nel portafoglio delle famiglie italiane, al calo della quota rappresentata da fondi comuni (dal 17,2 all'8,3 per cento tra il 2000 e il 2006; tav. 3) hanno fatto riscontro l'aumento del peso delle polizze vita (quasi 6 punti percentuali) e della raccolta bancaria; all'interno di quest'ultima, sono salite soprattutto le obbligazioni bancarie

(dal 6,8 al 9,0 per cento) ¹⁶.

Figura 2

Raccolta netta dei fondi comuni in Italia e all'estero (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni ed EFAMA. (1) Il grafico mostra la raccolta netta complessiva dei fondi comuni commercializzati in Italia e le tre componenti: fondi domiciliati in Italia, fondi esteri che fanno capo a intermediari italiani (cd. roundtrip) e altri fondi esteri. (2) Per ciascun paese, il dato si riferisce ai soli fondi comuni armonizzati ivi costituiti. Per il 2007, dato relativo ai primi tre trimestri.

Data la crescita delle risorse gestite negli altri paesi europei, la quota del mercato europeo facente capo ai fondi comuni commercializzati in Italia si è quasi dimezzata, dal 14 all'8 per cento; quella dei soli fondi di diritto italiano è caduta dal 12 al 4 per cento.

¹⁶ Effetti di sostituzione dall'inizio di questo decennio tra quote di fondi comuni, da un lato, e polizze assicurative e obbligazioni bancarie, dall'altro, sono evidenziati anche da Barucci (2007) e Spaventa (2008).

Nessuno degli altri principali paesi ha registrato un simile calo dell'incidenza dei fondi comuni sul portafoglio delle famiglie.

Tavola 4

Patrimonio netto dei fondi comuni commercializzati in Italia

(dati di fine periodo; miliardi di euro e valori percentuali)

Fondi comuni	1999	2007	var. %
Di diritto italiano	475	322	-32
di cui: <i>armonizzati</i>	475	273	-43
<i>speculativi</i>	-	29	
Di diritto estero riconducibili a intermediari italiani (1)	66	198	200
Totale fondi italiani e fondi esteri di intermediari italiani	541	520	-4
Altri di diritto estero	-	115	
Totale	541	635	17

Quote di mercato in Europa (2)

Di diritto italiano	12	4
Di intermediari italiani	14	7
Commercializzati in Italia	14	8

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Assogestioni e EFAMA. (1) Il dato per il 1999 si riferisce al gennaio 2000. - (2) Per il 2007, dati relativi a 25 paesi (20 paesi per il dato del 1999).

Tavola 5

Fondi comuni non armonizzati: dimensioni del mercato (1)

(patrimonio netto nel settembre 2007, in miliardi di euro)

Fondi comuni	Italia	Francia	Germania	Spagna	Regno Unito	Lussemburgo	Irlanda
alternativi	28	45	1	1	0	8	28
immobiliari	17	18	84	9	22	7	17
altri (1)	9	69	696	0	130	204	9
totale	54	132	781	9	152	219	54

Fonte: elaborazioni su dati EFAMA e Afg. (1) Fondi comuni riservati a investitori istituzionali e altre tipologie di fondi.

Tavola 6

Commercializzazione transfrontaliera di fondi comuni nei principali mercati europei (1)

(dati alla fine del 2006)

al paese	Italia	Francia	Germania	Spagna	Regno Unito	Lussemburgo	Irlanda
dal paese							
Italia	1150						
Francia	34	5341	133	51	18	80	34
Germania	7	17	1231	12	8	110	1
Spagna		2		2794			
Regno Unito	38	75	96	53	1555	80	25
Lussemburgo	2459	1897	3381	2110	1409	8430	516
Irlanda	302	228	500	324	342	185	1229

Fonte: Lipper Feri. (1) Ciascuna cella riporta il numero di fondi costituiti nel paese indicato sulla riga che sono registrati per la vendita nel paese indicato sulla colonna.

I fondi comuni italiani non sono commercializzati all'estero. Di norma, i fondi comuni dei principali paesi europei (Francia, Germania, Regno Unito) sono collocati contemporaneamente in più paesi. Un tale fenomeno riflette in parte il processo di consolidamento dell'industria finanziaria europea in atto ormai da anni. Al contrario, secondo i dati di Lipper Feri, la commercializzazione dei fondi comuni italiani avviene pressoché interamente all'interno dei confini nazionali (tav. 6).

La gran parte dei fondi comuni "pan-europei" fa capo a società di gestione insediate a Lussemburgo o a Dublino; in questi stessi centri finanziari operano anche le società di gestione statunitensi. Al contrario, gli intermediari italiani utilizzano le proprie società di gestione ubicate in Lussemburgo o a Dublino quasi esclusivamente per collocare i propri fondi in Italia; solo in rari casi l'operatività si estende agli altri paesi europei (cfr. oltre il paragrafo 3.2).

3.2 LA COMPETITIVITÀ DELLE SGR ITALIANE

3.2.1 Caratteristiche dei prodotti

L'offerta di fondi comuni italiani è meno articolata che negli altri maggiori paesi europei

Un indicatore del grado di articolazione dell'offerta di fondi è costituito dalla gamma dei comparti d'investimento disponibili ai risparmiatori, nonché dalla dispersione delle risorse tra i diversi comparti¹⁷. Un confronto internazionale di questo tipo può essere effettuato in base ai dati di Morningstar, che distingue in Europa tra 147 tipologie di fondi comuni (di cui 82 azionarie e 36 obbligazionarie; tav. 7).

Il mercato dei fondi è articolato in tutti i principali paesi europei. La diversificazione dell'offerta è maggiore in Lussemburgo e a Dublino, dove sono presenti tutte le diverse categorie di fondi e dove il grado di concentrazione tra categorie (in termini di patrimonio gestito) è particolarmente basso.

Tra i principali paesi europei, l'Italia presenta una articolazione dell'offerta di fondi relativamente contenuta. Nel comparto azionario si rilevano circa venti categorie in meno rispetto alla Francia, alla Germania e al Regno Unito, anche se il grado di concentrazione non è dissimile da quello degli altri paesi. Il grado di concentrazione è invece relativamente elevato nel comparto obbligazionario (pur risultando inferiore a quello del Regno Unito e della Spagna).

Tavola 7

Ampiezza della gamma di offerta di fondi comuni (1)
(dati al settembre 2007)

tutte le categorie		categorie azionarie		categorie obbligazionarie	
numero di categorie (2)					
area euro (3)	147	area euro (3)	82	area euro (3)	36
Lussemburgo	141	Lussemburgo	80	Lussemburgo	35
Irlanda	112	Irlanda	63	Irlanda	29
Francia	94	Francia	60	Austria	21
Regno Unito	79	Regno Unito	50	Francia	18
Austria	78	Germania	49	Svizzera	18
Germania	77	Belgio	44	Regno Unito	17
Svizzera	76	Austria	43	Finlandia	16
Finlandia	71	Finlandia	43	Germania	16
Belgio	64	Svizzera	42	Italia	15
Danimarca	62	Danimarca	41	Danimarca	14
Italia	59	Spagna	38	Belgio	12
Spagna	58	Svezia	36	Paesi Bassi	11
Paesi Bassi	52	Italia	34	Spagna	11
Svezia	48	Paesi Bassi	34	Svezia	6
Norvegia	39	Norvegia	28	Norvegia	5
Portogallo	34	Portogallo	23	Portogallo	5
indice di concentrazione di Herfindahl (4)					
Lussemburgo	2	area euro (3)	3	Svezia	0
area euro (3)	3	Lussemburgo	3	Irlanda	4
Austria	5	Belgio	7	Lussemburgo	4
Irlanda	5	Danimarca	7	area euro (3)	8
Danimarca	6	Irlanda	8	Austria	14
Svizzera	6	Svezia	8	Danimarca	18
Svezia	6	Finlandia	9	Belgio	19
Germania	6	Austria	9	Francia	20
Belgio	9	Francia	10	Germania	20
Paesi Bassi	10	Italia	10	Finlandia	21
Portogallo	10	Spagna	10	Paesi Bassi	24
Regno Unito	10	Svizzera	12	Italia	31
Finlandia	11	Germania	13	Svizzera	36
Italia	11	Regno Unito	13	Regno Unito	37
Francia	16	Paesi Bassi	21	Spagna	45
Spagna	18	Portogallo	32	Portogallo	55
Norvegia	33	Norvegia	93	Norvegia	100

Fonte: elaborazioni su dati Morningstar. – (1) Fondi comuni aperti (armonizzati e non) appartenenti alle quattro principali macrocategorie (azionari, bilanciati, obbligazionari e monetari). – (2) Numero di categorie Morningstar in cui rientrano fondi comuni domiciliati nel paese indicato. – (3) Dato relativo a 11 paesi. – (4) Indice di Herfindahl normalizzato, applicato alle quote di mercato (in termini di patrimonio netto) delle singole categorie di Morningstar. L'indice, espresso in valori percentuali, può variare tra 0 per cento (massima dispersione) e 100 per cento (minima dispersione).

¹⁷ Entrambe queste misure risentono della composizione della domanda.

Riduzione del numero di fondi, soprattutto di quelli maggiormente specializzati

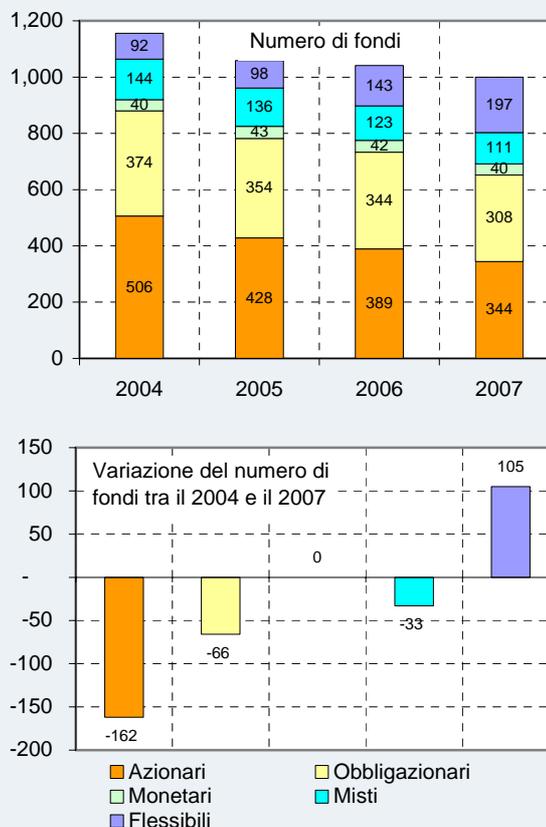
Fino al 2000 le SGR avevano incrementato in misura significativa il numero di fondi offerti e ne avevano accentuato il grado di specializzazione, al fine di fornire alle reti gli elementi su

cui basare l'allocazione di portafoglio per la clientela. Dopo la crisi del settore tecnologico del 2001-2002 i gestori hanno ridotto significativamente il numero dei prodotti offerti (fig. 3). In particolare, nel triennio 2005-07:

- nel comparto azionario il numero di fondi è diminuito del 30 per cento (da 506 a 344), pur rimanendo il più elevato tra le diverse categorie. Sono usciti dal mercato soprattutto i fondi più piccoli e quelli altamente specializzati;
- il numero di fondi obbligazionari è sceso del 18 per cento; ha influito l'uscita dei fondi con politiche di investimento specializzate in determinati settori geografici o merceologici, anche in seguito all'introduzione dell'euro, che ha eroso le barriere nazionali nell'area;
- i misti e bilanciati sono diminuiti del 23 per cento, sostituiti principalmente dai fondi flessibili, strumenti volti a generare rendimenti "assoluti", non correlati con quelli dei mercati.

Figura 3

Evoluzione dei fondi comuni aperti italiani
(unità)



Crescita limitata dei fondi garantiti e di nuovi fondi non armonizzati

A seguito delle innovazioni normative del 2005 sono stati costituiti fondi non armonizzati in grado di investire fino al 20 per cento in fondi speculativi e fondi con la garanzia di rimborso del capitale e/o a formula (il cui rendimento è determinato tramite l'applicazione di una formula di calcolo predefinita che fa riferimento a strumenti o indici finanziari). Tali categorie hanno tuttavia registrato un'espansione relativamente limitata (il patrimonio netto complessivo è di circa 20 miliardi di euro), segnalando che gli intermediari si sono avvalsi in misura contenuta dei nuovi spazi riconosciuti dalla normativa. Un maggiore sviluppo dei fondi garantiti, in particolare, avrebbe consentito negli ultimi anni alle società di gestione di disporre di uno strumento specifico per venire incontro alla domanda di protezione dai rischi finanziari che da tempo si riscontra nelle scelte di portafoglio di molte famiglie italiane.

Uso dei derivati molto contenuto

Secondo una recente rilevazione, i gestori italiani hanno ampliato l'utilizzo dei prodotti derivati per fini sia di copertura sia di investimento. Il grado di utilizzo delle tecniche innovative rimane tuttavia inferiore a quanto possibile in base alla

normativa vigente.

La delocalizzazione e l'offerta di fondi esteri

La delocalizzazione si è sviluppata alla fine degli anni '90 su impulso dei principali gruppi

Il numero di fondi esteri operanti in Italia è aumentato sensibilmente a cavallo tra gli anni '90 e il decennio in corso. Si tratta

prevalentemente di fondi di diritto estero (lussemburghesi o irlandesi) costituiti da società appartenenti a gruppi bancari italiani (c.d. fondi estero-vestiti o round-trip) e distribuiti soprattutto attraverso i servizi di gestione su base individuale effettuati dagli intermediari italiani del gruppo: fino al 2002 oltre il 76 per cento dei fondi esteri venduti in Italia era nei portafogli delle gestioni individuali (fig. 4).

Tale fenomeno costituisce in larga parte un effetto dei vantaggi fiscali ottenibili attraverso la costituzione di società di gestione e fondi esteri. La tassazione dei fondi esteri si basa infatti sulla performance realizzata, e non – come invece avviene per i fondi italiani – su quella maturata (cfr. il capitolo 6). Le società di gestione estere costituite presso le due citate giurisdizioni godono, inoltre, di una fiscalità di gran lunga più favorevole rispetto a quella riservata alle società italiane. Si è pertanto progressivamente operata una sostituzione tra fondi esteri ed italiani con andamenti della raccolta speculativa, che ha portato i fondi esteri al di sopra dell'80 per cento del totale dei fondi inseriti nelle gestioni individuali.

Ma conta anche la qualità dei servizi di supporto alla gestione

L'offerta di fondi comuni mediante società basate in Lussemburgo o in Irlanda si è rafforzata dopo il 2002; vi ha contribuito lo sviluppo, in queste due piazze, di efficienti servizi amministrativi e di supporto alla gestione (*transfer agents, custodian, back office* e calcolo del valore della quota). Peraltro, i fondi istituiti all'estero sono venduti quasi interamente in Italia e non sono parte, salvo limitati casi, di una strategia di offerta

internazionale.

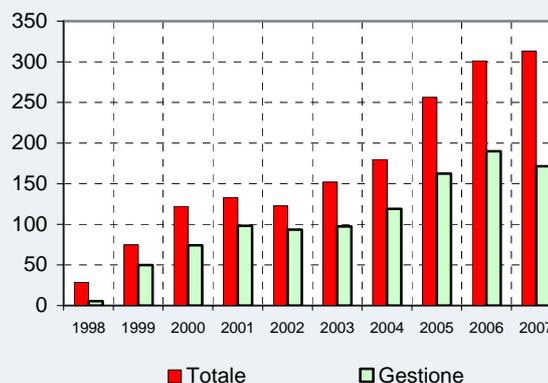
I fondi dei grandi gruppi esteri sono arrivati fino al cliente al dettaglio

Negli ultimi anni i fondi di diritto estero sono stati in misura crescente sottoscritti direttamente dai risparmiatori, anche se la maggioranza di tali organismi è ancora all'interno delle gestioni individuali e dei fondi di fondi. I prodotti venduti al dettaglio sono quelli gestiti dalle principali case internazionali e sono collocati soprattutto dalle reti di promotori presso i risparmiatori di "fascia alta".

La performance dei fondi

Gli studi sulla performance dei fondi comuni (capacità di generare rendimenti, aggiustati per il rischio, superiori a quelli del mercato di riferimento) si sono sviluppati considerevolmente negli Stati Uniti già dagli anni ottanta, di pari passo con la letteratura sui modelli di valutazione delle attività finanziarie. Alla fine dello scorso decennio si è consolidata un'evidenza a sostegno della tesi secondo cui, una volta sottratti gli oneri di gestione, i fondi comuni in media non riescano a conseguire rendimenti (aggiustati per il rischio) superiori a quelli del mercato di riferimento¹⁸. Secondo studi recenti, per alcune tipologie

Figura 4
Fondi comuni esteri venduti in Italia:
patrimonio netto
(miliardi di euro)



¹⁸ Si veda, ad esempio, Carhart (1997) per i fondi azionari, ed Elton, Gruber e Blake (1995) per quelli obbligazionari.

di fondi azionari domestici statunitensi (ad es., i *growth-oriented funds*) la performance (al netto dei costi) sarebbe positiva, e anche persistente¹⁹.

I rendimenti dei fondi comuni, aggiustati per il rischio, tendono a essere in linea con i rendimenti del mercato di riferimento

Sulla performance dei fondi comuni europei vi sono pochi studi. L'evidenza disponibile, relativa soprattutto ai fondi azionari, tende a confermare i risultati relativi agli Stati Uniti: i rendimenti, aggiustati per il rischio e al netto di tutti gli oneri che gravano sul fondo comune, sono in media in linea con i rendimenti del mercato di riferimento. Prendendo in considerazione i fondi italiani specializzati in azioni quotate presso la borsa italiana, Cesari e Panetta (2002) trovano che la performance al lordo degli oneri di gestione è positiva, ma si

annulla al netto dei costi. Un risultato analogo è trovato da Otten e Bams (2002) in uno studio comparato dei fondi specializzati in azioni domestiche di Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Regno Unito²⁰. Secondo le stime di Fletcher e Marshall (2005) relative ai fondi comuni del Regno Unito specializzati in azioni internazionali, la performance di questi fondi sarebbe in media nulla (al netto dei costi). Stime più recenti relative ai fondi comuni italiani, sia di tipo azionario sia di altro tipo, tendono a trovare che, al netto degli oneri di gestione, la performance sarebbe negativa, ma con una certa capacità dei gestori di anticipare le tendenze dei mercati (Di Cesare, 2003, Gualtieri, 2006, Barucci, 2007).

3.2.2 Competitività di prezzo

I costi di gestione dei fondi comuni italiani

Il costo dei fondi comuni italiani è relativamente elevato, ...

Secondo i dati raccolti da Morningstar, il livello medio delle commissioni di gestione dei fondi italiani è pari all'1,5 per cento, il valore più alto tra

i principali mercati europei (tav. 8). Limitatamente agli Stati Uniti, è possibile confrontare anche il totale degli oneri di gestione gravanti sul fondo, che risultano in Italia sensibilmente più elevati. In particolare, nel 2006 il costo totale dei fondi azionari era pari al 2,5 per cento del patrimonio gestito, mezzo punto percentuale in più di quello delle classi di quote B e C negli Stati Uniti (le più costose; fig. 5). Questi risultati sono stati confermati da una recente indagine campionaria sui costi dei fondi comuni in Europa, commissionata dalla Commissione europea (CRA International, 2006); secondo questo studio, la maggiore onerosità dei fondi comuni italiani sarebbe essenzialmente ascrivibile ai costi di distribuzione (anche tenendo conto di eventuali commissioni di sottoscrizione).

... nell'ultimo quinquennio è cresciuto...

Nel quinquennio 2003-07 il costo dei fondi comuni italiani è salito (fig. 6):

Tavola 8

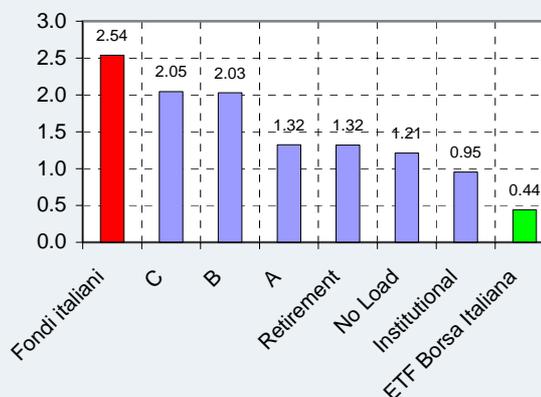
Le commissioni di gestione dei fondi comuni in Europa (1)
(valori percentuali)

	Italia	Francia	Germania	Spagna	Regno Unito	Lussemburgo	Irlanda
TOTALE	1,5	1,4	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2
azionari	1,9	1,7	1,4	1,7	1,2	1,4	1,3
bilanciati	1,4	1,4	1,2	1,3	1,3	1,2	1,3
obbligaz.ri monetari	1,1	1,0	0,8	1,1	0,9	0,9	0,9
	0,6	0,7	0,5	0,7	0,6	0,5	0,5

Fonte: elaborazioni su dati Morningstar. (1) Medie semplici di dati relativi ai singoli fondi.

Figura 5

Fondi azionari: incidenza del totale degli oneri di gestione, negli Stati Uniti e in Italia
(valori percentuali)



¹⁹ Wermers (2000) e Kosowski, Timmermann, Wermers e White (2006).

²⁰ Vi è anche evidenza che misure di performance relative alla categoria di appartenenza del fondo (quali, ad es., i "rating" assegnati dalle società specializzate) avrebbero un'alta correlazione con le tradizionali misure di performance relative a indici di mercato; si veda Casarin, Lazzarin, Pelizzon e Sartore (2005), con riferimento ai fondi che investono in azioni italiane.

Figura 6

**Commissioni totali dei fondi comuni italiani:
livello, distribuzione e ripartizione
per tipologia di capogruppo
(valori percentuali)**

l'incidenza del totale delle commissioni sul patrimonio netto medio annuo è stata in media pari all'1,9 per cento, circa due decimi di punto in più rispetto al triennio 2000-02. L'aumento è ascrivibile ai fondi azionari e bilanciati, i cui costi sono saliti, rispettivamente, dal 2,2 al 2,6 per cento e dall'1,7 al 2,0 per cento; sono invece rimasti stabili i costi dei fondi obbligazionari (all'1,2 per cento) e sono scesi lievemente quelli dei fondi monetari e flessibili (allo 0,6 e 2,0 per cento, rispettivamente).

... e presenta un'elevata dispersione tra i singoli fondi

Il grado di dispersione delle commissioni all'interno di ciascun comparto di investimento è elevato. Al netto delle provvigioni di incentivazione, circa due terzi

dei fondi monetari hanno commissioni comprese tra lo 0,5 e l'1,0 per cento del patrimonio (fig. 6*ii*). Tra gli obbligazionari, il 60 per cento dei fondi ha commissioni tra l'1,0 e l'1,5 per cento. La dispersione è ancora più elevata per i fondi azionari e flessibili: in queste due categorie, il 70 e il 50 per cento dei fondi, rispettivamente, ha commissioni comprese tra l'1,5 e il 2,5 per cento; per il 20 e il 10 per cento, rispettivamente, queste sono più elevate del 2,5.

Costi leggermente più elevati si riscontrano per i fondi azionari che fanno capo a gruppi bancari, italiani o esteri (fig. 6*iii*). Negli altri comparti i costi sono pressoché allineati, fatta eccezione per i fondi flessibili, per i quali si nota una certa dispersione.

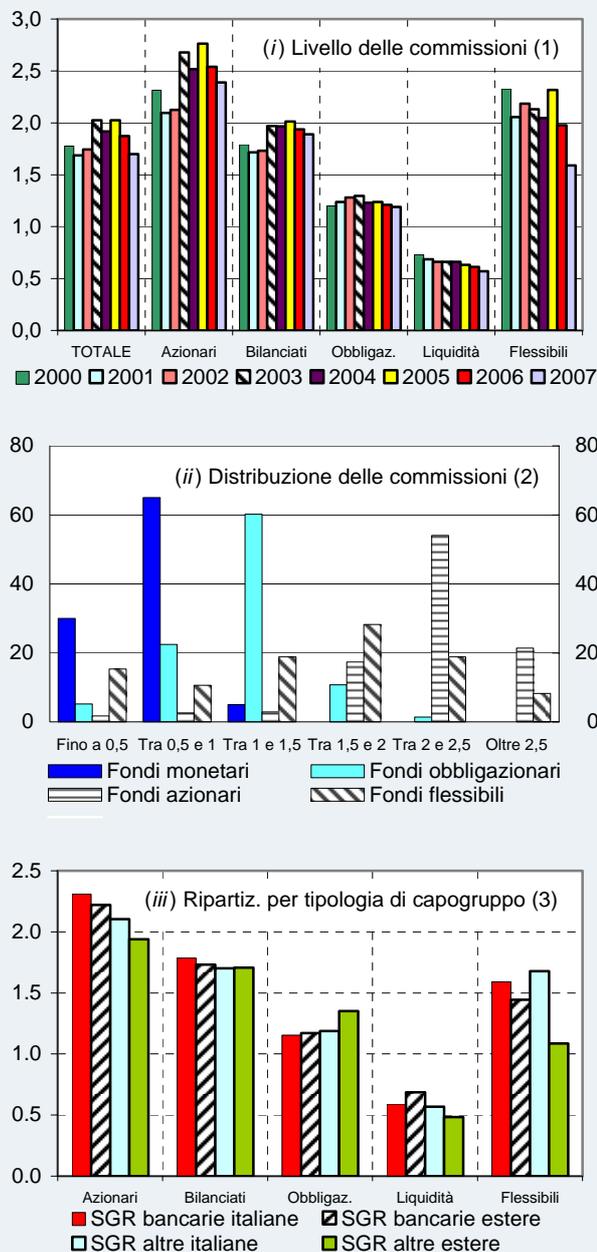
I costi degli ETF sono assai più contenuti, ...

I costi di gestione sono più contenuti per gli *exchange-traded-funds* (ETFs), strumenti negoziati su

mercati regolamentati che replicano indici finanziari. Secondo i dati di Borsa Italiana, nell'aprile 2007 le commissioni totali annue trattenute dalle società di gestione degli ETF ammontavano, in media, allo 0,41 per cento del patrimonio netto. Specificamente, esse erano pari allo 0,19 per cento per gli ETF obbligazionari e allo 0,44 per quelli azionari.

... ma occorre fare attenzione anche ai costi di transazione

Va tuttavia sottolineato che, nel caso degli ETF, alle commissioni totali annue si aggiungono i costi impliciti nel differenziale tra i prezzi denaro e i prezzi lettera a cui gli ETF vengono quotati, oltre che le commissioni di negoziazione. Questi



(1) Media semplice delle commissioni totali annue (incluse le commissioni di incentivo) pagate dai singoli fondi, calcolate come rapporto percentuale tra le commissioni totali annue e la media annua del patrimonio netto. – (2) Distribuzione di frequenza relativa delle commissioni totali annue (escluse le commissioni di incentivo) pagate nel 2006 dai singoli fondi appartenenti alle categorie d'investimento indicate (le commissioni sono espresse in percentuale del patrimonio netto medio annuo). – (3) Per ciascuna categoria di investimento e tipologia di capogruppo, media semplice delle commissioni totali annue (escluse le commissioni di incentivo) pagate dai singoli fondi nel 2006 (le commissioni sono espresse in percentuale del patrimonio netto medio annuo).

differenziali denaro-lettera tendono a essere più alti per gli ETF meno liquidi e, per tutti gli ETF, nelle fasi di maggiore volatilità dei mercati finanziari (per i fondi comuni aperti, invece, è verosimile che le eventuali commissioni di sottoscrizione e di rimborso pagate direttamente dai sottoscrittori non risentano della volatilità dei mercati finanziari).

Gli altri costi direttamente a carico dei sottoscrittori

Le commissioni di sottoscrizione e di rimborso sono quelle che gravano direttamente sui sottoscrittori e sono prelevate in occasione dell'entrata o dell'uscita dal fondo. L'aliquota massima è fissata dal regolamento, ma è lasciata alla rete distributiva (a cui affluiscono interamente tali commissioni) la facoltà di applicare aliquote inferiori.) Spesso le commissioni si riducono al crescere dell'ammontare investito dal risparmiatore e a mano a mano che si allunga il periodo di investimento; dopo un certo periodo (in genere 4 anni) il rimborso non è gravato da costi.

La grande maggioranza dei fondi prevede commissioni di sottoscrizione o di rimborso, ma le aliquote sono contenute

Circa tre quarti dei fondi hanno percepito nel 2006 commissioni di sottoscrizione o di rimborso (tav. 9).

Diversi fondi (circa

uno su tre) presentano entrambe le voci di costo: in tali casi il risparmiatore sceglie il regime commissionale che preferisce in funzione delle sue aspettative sul tempo di permanenza nel fondo.

Nonostante l'elevato numero di fondi che prevedono commissioni di sottoscrizione o di rimborso, il peso di queste commissioni è via via diminuito nel tempo. Uno studio condotto nel 2004 ha mostrato come tali costi si siano ridotti dell'80 per cento dal 1993 al 2003. Nel 2006 gli oneri di sottoscrizione e di rimborso hanno rappresentato complessivamente il 5 per cento del totale delle commissioni attive incassate dalle SGR. Le commissioni di ingresso e di rimborso effettivamente pagate dai sottoscrittori sono risultate nel 2006 nettamente inferiori a quelle nominali previste dai regolamenti di gestione dei fondi (tav. 10). Un tale andamento riflette sia la pressione della domanda da parte dei risparmiatori (tali costi sono evidenziati in sede di sottoscrizione e soggetti a contrattazione) sia le strategie delle reti, che si sono sempre più orientate verso un modello di remunerazione basato sulle cosiddette "commissioni di mantenimento".

La scomposizione del costo dei fondi in funzione dei fattori remunerati

La quota delle commissioni attive destinata alla remunerazione della rete distributiva²¹ risulta tipicamente elevata. Il ruolo delle reti sulla redditività delle SGR italiane è evidente da un'analisi

Tavola 9

Fondi comuni aperti italiani: incidenza delle commissioni di sottoscrizione e rimborso (valori percentuali)

	con commissioni di rimborso	senza commissioni di rimborso	Totale
con commissioni di sottoscrizione	33,85	39,81	73,65
senza commissioni di sottoscrizione	0,38	25,96	26,35
Totale	34,23	65,77	100,00

Tavola 10

Fondi comuni aperti italiani: confronto tra aliquote nominali ed effettive delle commissioni di sottoscrizione e rimborso (valori percentuali)

Tipo Commissione	Aliquota minima media	Aliquota effettiva media	Scarto percentuale
Sottoscrizione	1,22	0,35	-71,3
Rimborso	1,49	0,16	-89,3

²¹ La percentuale di retrocessione delle commissioni attive è di norma definita negli accordi stipulati con i soggetti che si occupano del collocamento ed è solitamente pari alla totalità delle commissioni di sottoscrizione e rimborso e ad una quota delle commissioni di gestione, denominata commissione di "mantenimento".

condotta negli anni scorsi attraverso la scomposizione del costo annuale totale sostenuto dal sottoscrittore²².

Le commissioni pagate dai risparmiatori remunerano principalmente la rete distributiva

I risultati di tale esercizio indicano che la parte prevalente del costo è destinato alla remunerazione della rete di vendita, mentre una quota assai minore è finalizzata alla copertura dei costi di struttura, nonché alla remunerazione degli altri intermediari e della banca depositaria (tav. 11).

L'ampiezza del margine per le SGR dipende dalle commissioni di incentivo

La quota residua costituisce il *mark-up*, ossia il margine disponibile per le SGR. Nel quinquennio 1999-2003 il *mark-up* si è

attestato su valori contenuti, compresi tra lo 0,04 e lo 0,23 per cento del patrimonio medio gestito; i valori più elevati sono stati conseguiti nel biennio 1999-2000 per effetto del significativo contributo delle provvigioni di incentivo. Peraltro, un'analisi più completa dei flussi generati dalle SGR dovrebbe considerare, oltre alle retrocessioni commissionali, anche i rilevanti flussi dei dividendi riconosciuti dalle SGR stesse alle loro capogruppo. L'analisi risulta confermata considerando il conto economico delle SGR nel 2006.

Il tasso di retrocessione alla rete delle commissioni attive è più elevato per le SGR di gruppi bancari esteri

Con riferimento specifico ai fondi comuni aperti, il tasso di retrocessione (quota delle commissioni attive riconosciuta alla rete distributiva) era nel 2006 mediamente pari al 72 per cento (tav. 12). La percentuale più elevata era quella delle SGR bancarie (75 per cento per quelle di gruppi italiani, 76 per le estere), mentre la quota di retrocessione delle SGR non inserite in gruppi si aggirava attorno al 47 per cento.

Tavola 11
**Fondi comuni aperti italiani:
scomposizione del costo totale (1)**
(valori percentuali)

Anno	Costi operativi	Rete di distribuzione	Altri intermediari	Banca depositaria	Mark-up	Costo Totale (1)
1999	0,13	1,08	0,11	0,11	0,18	1,61
2000	0,15	1,22	0,17	0,10	0,23	1,87
2001	0,17	1,10	0,16	0,10	0,09	1,62
2002	0,24	1,12	0,15	0,11	0,04	1,66
2003	0,24	0,95	0,15	0,10	0,09	1,54

(1) Valori medi, ponderati per il patrimonio dei singoli fondi.

Tavola 12
Commissioni attive e passive medie dei fondi comuni e retrocessione alle reti distributive in funzione dell'assetto proprietario delle SGR
(valori percentuali; dati relativi al 2006)

	BANCARIE		ASSICURATIVE		ALTRE		SISTEMA		Totale
	Ital.	Est.	Ital.	Est.	Ital.	Est.	Ital.	Est.	
Com. att. media	1,2	1,1	1,2	1,8	1,9	-	1,3	1,2	1,3
Com. pas. media	0,9	0,9	0,7	1,3	0,9	-	0,9	0,9	0,9
Com. netta media	0,3	0,2	0,5	0,5	1,0	-	0,4	0,3	0,4
Retroc.	75,4	76,2	60,3	72,1	47,4	-	70,9	75,4	72,0

²² Il costo totale è stato calcolato aggiungendo agli oneri che gravano sui fondi la quota annuale delle commissioni di ingresso e/o di uscita sostenute dall'investitore per tutta la durata dell'investimento.

3.2.3 Efficienza produttiva delle SGR

Le SGR attive nel comparto dei fondi aperti presentano una incidenza dei costi operativi sulle masse gestite pari, nel 2006, allo 0,13 per cento, a fronte di una commissione attiva media complessiva (inclusiva cioè dei ricavi provenienti sia dai fondi sia dalle gestioni individuali) di circa lo 0,9 per cento. Con il crescere della dimensione delle SGR diminuisce l'incidenza dei costi e aumentano le risorse dedicate all'attività di controllo (tav. 13).

Tavola 13

Indicatori economici delle SGR			
	Maggiori	Medie	Minori
<i>Indicatori di efficienza</i>			
Costi Operativi/masse medie gestite	0,11%	0,22%	0,61%
Spese personale/masse medie gestite	0,05%	0,11%	0,32%
Spese EAD/masse medie gestite	0,02%	0,02%	0,07%
Masse gestite per dipendente medio (mln)	199	116	32
Costo medio per dipendente (euro)	94.286	123.481	102.928
<i>Spese per il personale (composizione percentuale)</i>			
Gestione	41,78	38,87	35,5
Contabilità e back office	17,24	17,45	24,38
Sistemi informativi	5,63	6,07	3,13
Audit e controllo	6,03	4,85	4,34
Altro	29,32	32,76	32,65
Totale	100,00	100,00	100,00

3.3 STRUTTURA DELLA RETE DISTRIBUTIVA

Le reti di distribuzione dei fondi comuni nei paesi europei

In Europa la distribuzione dei fondi comuni è in larga parte basata sulle banche

In Italia e in molti altri paesi europei i fondi comuni sono in larga parte distribuiti da banche. Secondo le stime della società specializzata Lipper

Feri, il peso del canale bancario raggiungerebbe un valore massimo dell'83 per cento in Austria, sarebbe superiore al 70 per cento in Italia e Spagna e si collocherebbe tra il 60 e il 70 per cento in Svizzera, nei paesi nordici e in Germania (tav. 14); esso risulterebbe invece sensibilmente inferiore in Francia e, soprattutto, nel Regno Unito (36,9 e 14,0 per cento, rispettivamente). Oltre che con il canale bancario, la distribuzione avverrebbe anche attraverso la vendita di polizze vita e prodotti previdenziali, nonché mediante reti di promotori finanziari. Il peso dei supermercati di

Tavola 14

Fondi comuni europei: ripartizione del patrimonio netto per canale distributivo (valori percentuali)

	banche	prodotti assic. e previd.	promotori finanziari	supermercati	vendita diretta	fondi di	istituzioni e imprese	altri	
	di cui: special. clientela dettaglio								
Austria	82,5	51,5	2,0	1,0	0,5	0,2	13,3	0,5	0,0
Francia	36,9	25,9	19,5	4,0	0,4	0,3	12,7	26,0	0,2
Germania	60,9	47,5	18,7	11,4	1,0	0,5	2,9	4,5	0,1
Italia	71,7	63,0	15,2	10,2	0,5	0,2	1,5	0,5	0,2
Paesi nordici	62,0	55,0	27,0	3,0	3,0	1,0	1,5	2,4	0,1
Spagna	70,5	64,6	3,0	4,3	0,2	0,0	11,1	11,0	0,0
Svizzera	68,0	17,0	8,0	5,0	3,0	2,0	1,0	13,0	0,0
Regno Unito	14,0	8,0	16,2	50,2	5,0	1,0	1,7	11,5	0,4
totale	58,4	41,6	13,7	11,1	1,7	0,7	5,7	8,7	0,1

Fonte: Lipper FERL. Stime relative alla fine del 2006.

fondi e quello della vendita diretta sarebbero trascurabili, arrivando a superare nel complesso il 5 per cento solo in Svizzera e Regno Unito. Peraltro, alle banche fa capo una quota ancora maggiore della

distribuzione di fondi comuni, attraverso il controllo che esse possono esercitare sulle reti di promotori finanziari e su altri canali di collocamento.

La rete distributiva italiana

Le banche rappresentano il canale distributivo largamente preponderante

In Italia nel triennio 2005-2007 quasi il 90 per cento della raccolta lorda dei fondi comuni è stata effettuata attraverso banche e SIM (fig. 7); solo il 7 per cento è

affluita direttamente, soprattutto con riguardo alla clientela istituzionale.

Nessuna SGR offre la possibilità di sottoscrivere i propri fondi tramite la rete internet

Benché praticamente tutte le SGR abbiano creato un loro sito web, nessuna società offre ai risparmiatori la possibilità di sottoscrivere le quote direttamente *on-line* sul proprio sito. Più in

generale, nessuna SGR ha istituito fondi e/o classi di quote dedicate al canale telematico.

Ma crescono a ritmi elevati gli ETF negoziati in Borsa

Un canale di acquisizione di fondi alternativo a quello delle reti tradizionali è costituito dalla Borsa con riferimento agli ETF. Nel segmento apposito di Borsa Italiana sono quotati oltre 200 ETF, tutti operanti sotto forma di organismi di diritto estero, facenti capo per lo più a gruppi bancari esteri (tra le banche italiane solo il gruppo Intesa offre un ETF costituito in Irlanda). Dai dati di Borsa Italiana emerge un forte interesse dei risparmiatori per questi strumenti: alla fine del 2007 l'ammontare degli ETF nel portafoglio dei risparmiatori italiani era stimabile in circa 2,7 miliardi di euro; nel corso dell'anno il controvalore degli scambi ha superato i 30 miliardi.

Si affermano le gestioni multimanager, ma i fondi di società non del gruppo sono soprattutto esteri

Alla fine del 2007 poco più di un quarto dei fondi inseriti nei fondi di fondi e nelle gestioni individuali di SGR e SIM non apparteneva al

gruppo (tav. 15). Il fenomeno varia significativamente a seconda che i fondi acquistati siano italiani o esteri. In particolare, nel caso in cui i fondi acquistati siano esteri, il 32,9 per cento di essi sono di società esterne al gruppo. Tale dato scende al 13 per cento se i fondi inseriti nelle gestioni individuali o nei fondi di fondi sono italiani.

Figura 7
Peso dei canali distributivi dei fondi comuni italiani, in termini di raccolta lorda
(valori percentuali; dati relativi al triennio 2005-07)

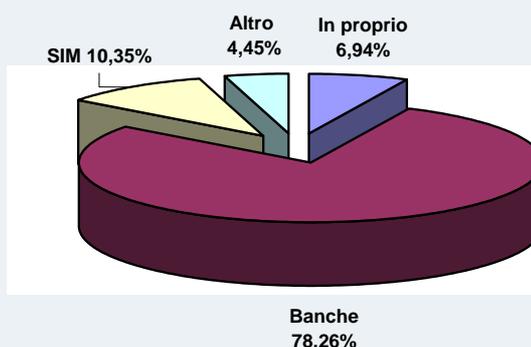


Tavola 15
Fondi comuni nel portafoglio delle gestioni patrimoniali e dei fondi di SIM e SGR: composizione per domicilio
(valori percentuali)

Domicilio del fondo	Fondi del gruppo	Fondi di terzi
Estero	67,13	32,87
Italiano	87,00	13,00
Totale	71,15	28,85

3.4 QUOTE DI MERCATO E STRUTTURA PROPRIETARIA DELL'INDUSTRIA

La trasformazione del mercato del risparmio gestito: cala la quota delle banche italiane e cresce quella delle banche estere e delle assicurazioni

Nel 2000 il mercato del risparmio gestito vedeva una forte presenza delle società di emanazione di gruppi bancari italiani (fig. 8): considerando sia i fondi

(aperti, chiusi,

speculativi, italiani e esteri) sia le gestioni

individuali, alle banche domestiche faceva capo

circa l'84 per cento del patrimonio complessivo;

gli intermediari italiani (banche, assicurazioni e

altri intermediari) rappresentavano una quota di

oltre il 92 per cento del totale. Per i soli fondi

comuni la quota del patrimonio complessivo

facente capo alle banche saliva ulteriormente, al

93 per cento.

Negli anni più recenti, come si è già detto, vi è stato uno spostamento delle masse in gestione

dai fondi comuni a prodotti alternativi (segnatamente polizze assicurative) e una crescente penetrazione

di fondi di intermediari esteri. Inoltre, alcune operazioni sul capitale hanno portato alcune primarie

società di gestione nell'orbita di gruppi bancari esteri; mutamenti nell'assetto proprietario sono venuti

anche dai processi aggregativi e dalle conseguenti riorganizzazioni che hanno riguardato i gruppi

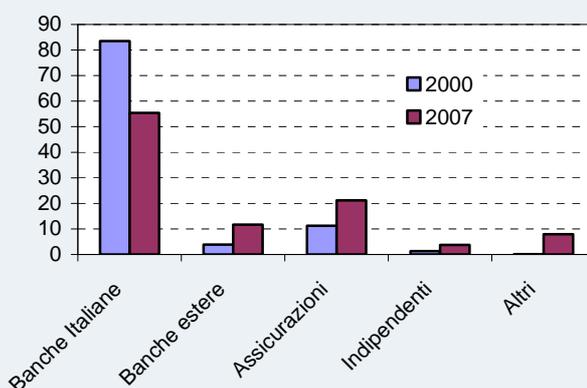
assicurativi; al pari di quanto avvenuto nei gruppi bancari negli anni successivi al 1998, anche le

compagnie di assicurazione hanno assegnato in modo crescente alle SGR il ruolo di gestore unico delle

risorse raccolte.

Con riferimento al complesso dei fondi e delle gestioni individuali, la quota di mercato dei gruppi bancari italiani, nel periodo 2000-2007, si è ridotta drasticamente, al 52 per cento, a fronte della espansione dei gruppi assicurativi italiani (dall'8 al 17 per cento) e dei gruppi bancari esteri (da meno del 4 a quasi il 12 per cento). Gli operatori indipendenti hanno quasi triplicato la loro quota (dall'1,3 a quasi il 4 per cento), che rimane tuttavia limitata. Complessivamente, agli intermediari di matrice estera faceva capo quasi il 20 per cento del mercato.

Figura 8
Quote di mercato nei settori dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali, in termini di patrimonio netto (1) (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Assogestioni. (1) Sono inclusi i fondi comuni di ogni genere e le gestioni individuali al netto dei fondi comuni collegati.

Nel settore dei fondi comuni crescono anche gli indipendenti

Limitando l'analisi ai soli fondi comuni, si osserva un andamento simile (fig. 9): la quota delle società di emanazione bancaria

italiane si riduce al 64 per cento a fronte della crescita di quella delle banche estere (dall'1 al 15 per cento) e degli operatori indipendenti italiani (dall'1 al 6 per cento).

Il grado di concentrazione del settore dei fondi comuni si è ridotto, nonostante numerose e importanti operazioni di aggregazione tra operatori nazionali: tra il 2000 e il 2007 la quota dei primi 5 gruppi è scesa dal 63 al 52 per cento, quella dei primi 10 dall'81 al 66 per cento. Includendo anche le gestioni patrimoniali, la concentrazione non si è invece significativamente modificata: la quota dei primi 5 gruppi è rimasta stabile; quella dei primi 10 è scesa dal 71 al 67 per cento.

Se si prendono in considerazione i patrimoni gestiti (fondi di tutti i tipi e gestioni individuali) dalle sole SGR, il peso degli intermediari riconducibili a banche e compagnie assicurative italiane risulta ancora largamente prevalente, con una quota al dicembre 2007 di circa l'83 per cento, comunque in netto calo rispetto al 2000 (quando si attestava a quasi il 98 per cento). In tale ambito, molto accresciuta è l'incidenza delle SGR di proprietà di assicurazioni, che hanno raggiunto una quota del 25 per cento (10 per cento nel 2000).

Nell'industria italiana emerge una polarizzazione tra i primi tre gruppi e il resto del sistema

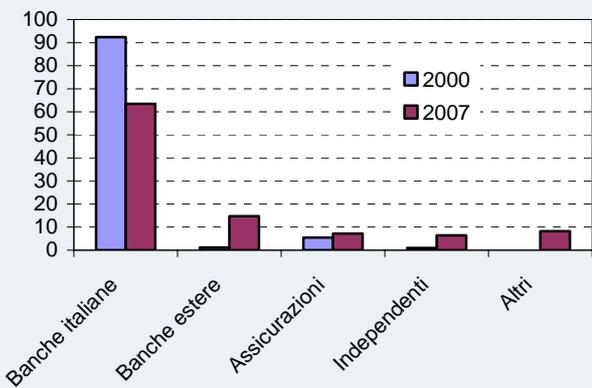
Considerando anche le risorse che i gruppi italiani gestiscono all'estero (spostando in tal modo l'attenzione dal solo mercato interno alla struttura dell'industria italiana), emerge una forte distanza tra i primi tre intermediari e il resto del sistema.

I gruppi maggiori sono cresciuti, ma le loro dimensioni risultano ancora ridotte rispetto ai concorrenti europei

I gruppi maggiori hanno raggiunto dimensioni ragguardevoli e hanno sviluppato una presenza sui maggiori mercati europei (anche grazie a

operazioni di aggregazione), avvalendosi di una struttura produttiva articolata a livello internazionale. Ciò nonostante, le loro dimensioni non sono ancora sufficienti per svolgere un ruolo analogo a quello che gli stessi gruppi rivestono nei mercati bancario e assicurativo: a livello europeo il primo gruppo italiano è al 15° posto nel risparmio gestito. La classifica Watson Wyatt (tav. 16) mostra che nei primi 30 gruppi europei per dimensione del risparmio gestito vi sono solo tre intermediari italiani, contro otto britannici, cinque francesi e cinque tedeschi. In termini di patrimoni gestiti, le quote degli operatori inglesi, francesi, svizzeri e tedeschi si aggirano, per ciascun gruppo di nazionalità, attorno al 20 per cento, a fronte del 5 dei maggiori gruppi italiani.

Figura 9
Quote di mercato nel settore dei fondi comuni, in termini di patrimonio netto (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Assogestioni. (1) Dati riferiti ai soli fondi comuni.

Tavola 16
Distribuzione per paese di origine dei primi 30 gruppi europei del risparmio gestito
(unità)

Paese	Primi 5	Primi 10	Primi 15	Primi 30
Regno Unito	1	1	3	8
Francia	1	4	5	5
Germania	2	2	2	5
Svizzera	1	2	2	4
Italia	0	0	1	3
Paesi Bassi	0	1	2	3
Belgio	0	0	1	2
Spagna	0	0	0	1

Fonte: elaborazioni su dati Watson Wyatt.

Il resto dell'industria italiana è composto da una fascia intermedia di gruppi medio-piccoli inseriti per lo più in gruppi bancari o partecipati da banche e da un ristretto numero di operatori indipendenti che hanno realizzato una rapida crescita, ma mantengono strategie di nicchia e masse limitate.

4 ASIMMETRIE REGOLAMENTARI IN MATERIA DI TRASPARENZA

Questo capitolo analizza le asimmetrie regolamentari esistenti nella distribuzione dei prodotti finanziari, che ostacolano i confronti fra strumenti diversi in termini di oneri, rendimenti, rischi e liquidabilità degli investimenti. In particolare, si evidenzia: un minore grado di trasparenza informativa, *ex ante* ed *ex post*, delle obbligazioni bancarie rispetto ai fondi comuni; l'inapplicabilità delle regole di condotta previste dal Testo unico della finanza agli agenti e broker assicurativi che distribuiscono prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione; una non piena convergenza tra le discipline dei paesi comunitari in materia di fondi comuni armonizzati. Nella parte finale del capitolo sono prospettati gli interventi, alcuni di competenza delle autorità, altri di spettanza del legislatore nazionale o comunitario, per superare tali asimmetrie e definire un "campo di gioco livellato" tra i diversi prodotti di investimento. Le diverse linee di intervento prospettate sono riassunte schematicamente nell'Allegato 1.

Il problema delle asimmetrie regolamentari assume rilevanza nel determinare lo spiazzamento subito dai fondi comuni italiani rispetto ad altre forme di investimento

L'esistenza di differenze nella regolamentazione in materia di regole di trasparenza informativa e di comportamento per la distribuzione di prodotti finanziari tra loro succedanei (fondi comuni, obbligazioni bancarie, altri strumenti quali i cc.dd. *certificates*, polizze assicurativo-finanziarie), riconducibile al processo di progressiva integrazione dei mercati dei prodotti e dei servizi bancari, mobiliari e assicurativi, alimenta potenziali arbitraggi normativi che riguardano principalmente la disciplina comunitaria²³ (es. negli

schemi di prospetto informativo relativi alle obbligazioni bancarie, le informazioni sono meno dettagliate rispetto ai prospetti dei fondi comuni) e, conseguentemente, la regolamentazione nazionale.

Nel nostro Paese tale aspetto, combinandosi con fattori quali l'insufficiente educazione finanziaria della clientela, la preferenza degli investitori verso prodotti a capitale garantito, l'organizzazione della distribuzione imperniata su reti bancarie che collocano prodotti del gruppo, ha assunto una particolare rilevanza nel determinare lo spiazzamento subito dai fondi comuni italiani rispetto ad altre forme di investimento, quali le polizze assicurative e le obbligazioni bancarie.

Negli ultimi anni per ridurre le asimmetrie regolamentari ci sono stati interventi legislativi

A fronte dell'esistenza di asimmetrie regolamentari tra prodotti di investimento di diversa natura, il legislatore italiano è intervenuto per definire regole distributive omogenee. In particolare, la legge n. 262 del 28 dicembre 2005 ("legge sul risparmio") ha:

- introdotto nel Testo unico della finanza (TUF) l'art. 25-bis, che estende l'applicabilità dei criteri generali di condotta e della disciplina dei contratti, previsti per lo svolgimento dei servizi di investimento, alla distribuzione: i) da parte delle banche, in fase di emissione, di propri prodotti

²³ A livello comunitario, la definizione di pari condizioni competitive per settori contigui al mercato dei servizi di gestione di patrimoni mobiliari è uno degli obiettivi indicati dalla Commissione Europea nel *White Paper on the enhancing the single market framework for investment funds* (cfr. COM 2006/686). Inoltre, la Commissione Europea, evidenziando la necessità di creare un "campo di gioco livellato" per i prodotti percepiti dagli investitori come "sostituibili", ha recentemente pubblicato una *call for evidence* (EC DG Market – G04) volta a raccogliere contributi e osservazioni sul possibile ampliamento degli ambiti di armonizzazione attualmente presenti nella legislazione comunitaria. Nelle sedi della cooperazione internazionale, il Joint Forum ha recentemente pubblicato uno studio su "*Customer suitability in the retail sale of financial products and services*" (Aprile 2008) nelle cui conclusioni viene sottolineata l'esigenza di definire regole omogenee per la distribuzione di prodotti che, pur avendo natura diversa, abbiano obiettivi di investimento analoghi.

finanziari; ii) da parte di banche, imprese di investimento e di assicurazione, di prodotti finanziari emessi da compagnie di assicurazione²⁴;

- abrogato l'inapplicabilità delle disposizioni del TUF, relative all'offerta al pubblico, ai prodotti finanziari emessi da banche (diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni) e ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazioni, rendendo di conseguenza necessario anche per questi prodotti la redazione del prospetto d'offerta.

La disciplina secondaria è stata adeguata al fine di stabilire obblighi di comportamento omogenei per i collocatori dei vari prodotti finanziari

In attuazione delle citate norme del TUF, la disciplina secondaria in materia di regole di condotta è stata adeguata al fine di definire obblighi di comportamento omogenei per il collocamento dei vari prodotti finanziari. In particolare, il "Regolamento Intermediari" della Consob, emanato con la delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007, nel recepire le disposizioni della direttiva MiFID nel nostro ordinamento, ha reso applicabili le regole previste per la prestazione dei servizi di investimento anche alla distribuzione dei

prodotti finanziari emessi da banche e imprese di assicurazione.

In materia di trasparenza informativa, è stato previsto che l'offerta di tutti i prodotti finanziari (in particolare, fondi comuni, obbligazioni bancarie e polizze assicurative) sia assoggettata alla preventiva pubblicazione del prospetto di offerta. Tuttavia, gli schemi di prospetto dei singoli prodotti in concreto differiscono tra loro a motivo delle differenti fonti comunitarie che disciplinano il contenuto di tali documenti²⁵.

Le differenze regolamentari ostacolano i confronti, fra strumenti diversi, di oneri, rendimenti, rischi e liquidabilità

In tale quadro normativo, pur rilevandosi un'importante tendenza dell'ordinamento nazionale a definire regole omogenee per la distribuzione dei prodotti finanziari, permangono differenze regolamentari che, di fatto, ostacolano i confronti, ex ante ed ex post, fra strumenti diversi, di oneri, rendimenti, rischi e liquidabilità, basati su concetti, metodologie e scenari

omogenei.

Ciò si verifica, innanzitutto, con riferimento alle obbligazioni bancarie - che, ove strutturate, possono presentare livelli di rischiosità anche superiori ai fondi comuni -, in cui la diversa disciplina comunitaria di riferimento determina alcune asimmetrie regolamentari. In particolare, rispetto alla disciplina dei fondi comuni, la trasparenza informativa richiesta per le obbligazioni bancarie si differenzia per i seguenti aspetti:

- in sede di sottoscrizione, non sono obbligatorie informazioni relative: al costo complessivo del prodotto²⁶; al livello di rischio; alla liquidabilità dell'investimento, con particolare riferimento alle modalità e condizioni per la cessione dello strumento prima della scadenza naturale²⁷;

²⁴ Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. w-bis, del TUF sono prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, le polizze e le operazioni di cui ai rami vita III e V previste dall'art. 2, comma 1, del d. lgs. n. 209/05, con esclusione delle forme pensionistiche individuali previste dall'art. 13, comma 1, lett. b), del d. lgs. n. 252/05.

²⁵ In particolare: il prospetto delle obbligazioni bancarie e delle quote di fondi chiusi è disciplinato nella direttiva 2003/71/CE e nel regolamento di esecuzione n. 809/2004 (che detta norme cogenti circa il contenuto dello schema di prospetto degli strumenti finanziari); il prospetto dei fondi comuni armonizzati è disciplinato nella direttiva 85/611/CE ("direttiva UCITS"); gli obblighi informativi per l'offerta delle polizze vita sono contenuti nella direttiva 2002/83/CE, relativa ai contratti assicurativi di ramo vita.

²⁶ Frequentemente basato sulla previsione di elevate commissioni *up-front*, incluse nel prezzo del prodotto e, quindi, difficilmente percepibili dal sottoscrittore.

²⁷ Circa la "liquidabilità" dell'investimento si fa presente che, mentre per i fondi comuni essa è assicurata quotidianamente al *fair value*, nel caso delle obbligazioni bancarie la liquidabilità è di fatto limitata, molto spesso, dall'assenza di un mercato liquido di tali strumenti e di meccanismi che garantiscano la correttezza e la trasparenza dei processi di valutazione.

- nel continuo, la carenza di informazioni riguarda la conoscenza periodica del rendimento dell'investimento e del suo valore di mercato.

Esigenze di maggiore trasparenza derivano anche dalla circostanza che molto spesso la complessità delle obbligazioni bancarie strutturate rende difficile la comprensione del relativo *pay-off* e incerto il loro valore (frequentemente determinato sulla base di modelli di *pricing* degli intermediari).

Ad agenti e broker assicurativi non si applicano le regole di comportamento previste dal TUF e dalle disposizioni attuative

Circa le polizze assicurativo-finanziarie - oltre a profili come quello della liquidabilità dell'investimento, che presenta aspetti di problematicità per molti versi simili a quelli delle obbligazioni bancarie - la principale asimmetria riguarda il loro collocamento da parte degli agenti e dei broker assicurativi, ai quali non si applicano le regole di comportamento previste dal TUF e dalle relative disposizioni attuative.

La disciplina è stata invece uniformata con riferimento ai profili dell'offerta pubblica. Per le polizze assicurativo-finanziarie, la regolamentazione vigente prevede, infatti, la consegna di un prospetto avente struttura e contenente informazioni equivalenti rispetto a quanto previsto per i fondi aperti di diritto italiano.

Sussistono, inoltre, differenze circa i contenuti delle forme pubblicitarie dei fondi comuni, delle obbligazioni bancarie e delle polizze vita, nonostante l'attuale regolamentazione in materia di intermediari ed emittenti abbia cercato, per quanto possibile, di superarle.

Asimmetrie regolamentari esistono anche tra fondi italiani e fondi esteri commercializzati in Italia

Infine, la progressiva integrazione del mercato comunitario dei fondi comuni, e in particolare la crescente penetrazione in Italia dei fondi comuni esteri (sia *roundtrip* che gestiti da gruppi esteri), rendono particolarmente rilevanti le asimmetrie regolamentari esistenti tra fondi comuni italiani ed esteri. In particolare, alcune disposizioni interne volte a offrire una tutela particolarmente incisiva per i sottoscrittori di fondi - quali, ad esempio, la disciplina delle provvigioni di incentivo o l'obbligo di raffrontare il rendimento con un *benchmark* predefinito - possono favorire, in assenza di regole altrettanto rigorose negli altri paesi comunitari, processi di delocalizzazione dell'industria nazionale del risparmio gestito.

Linee di intervento

Le differenze regolamentari evidenziate richiedono una serie di interventi coordinati, alcuni di competenza delle autorità, altri di spettanza del legislatore interno o comunitario.

Sia per le obbligazioni bancarie sia per i prodotti assicurativi dovrebbero essere fornite maggiori informazioni

Per quanto attiene alle obbligazioni bancarie e alle polizze assicurativo-finanziarie, in attesa di auspicabili iniziative comunitarie per omogeneizzare la disciplina relativa alla trasparenza degli strumenti finanziari, vi è l'esigenza di realizzare alcuni interventi regolamentari di "livello 3" nazionale volti a declinare le regole di condotta in modo da ridurre il gap informativo esistente nella distribuzione di tali prodotti rispetto al collocamento di fondi comuni.

In particolare, come specificazione del dovere previsto dal TUF di "servire al meglio l'interesse del cliente", è possibile richiedere agli intermediari distributori di fornire maggiori informazioni ai sottoscrittori di tali prodotti, sia al momento della sottoscrizione sia durante la vita del titolo²⁸.

²⁸ Con riferimento alle obbligazioni bancarie: in sede di sottoscrizione, andrebbero indicati il costo complessivo del prodotto, il livello di rischio dell'investimento anche in ipotesi di andamenti negativi di mercato, l'effettiva liquidabilità dello stesso; nel continuo, l'informativa dovrebbe riguardare l'andamento dell'investimento al suo valore equo e il totale dei

A tal fine la Consob ha recentemente pubblicato un documento di consultazione interpretativo delle regole di comportamento applicabili alla distribuzione dei prodotti finanziari illiquidi (obbligazioni bancarie, polizze assicurativo-finanziarie, derivati OTC). Tenuto conto delle specificità di tali strumenti (esclusione o limitazione al disinvestimento, difficoltà di valutazione, ecc.), viene richiesto agli intermediari di accrescere il livello di trasparenza, sia ex ante che nel continuo, informando i sottoscrittori circa le diverse componenti che determinano il costo complessivo del prodotto (*umbundling*), evidenziando il suo *fair value* e i rischi connessi con lo stesso, indicando gli oneri che (direttamente o indirettamente) gravano sul prodotto nonché le modalità di smobilizzo (tempi e costi di esecuzione della liquidazione).

È auspicabile che tali linee interpretative siano tradotte in prassi operative, attraverso l'adozione da parte degli intermediari di *best practices* definite dall'industria e convalidate dalle autorità.

Le regole di comportamento del TUF vanno applicate ad agenti e broker assicurativi

Per quanto riguarda le polizze assicurativo-finanziarie, è opportuno promuovere iniziative legislative volte ad applicare le disposizioni in materia di regole di comportamento previste dal TUF agli agenti e broker assicurativi che collocano prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione.

E' necessario favorire la convergenza delle regolamentazioni tra i vari paesi comunitari

Per quanto attiene alle differenze nella regolamentazione degli OICVM nei diversi paesi UE e rispetto a prodotti alternativi, il Ministero dell'Economia e delle finanze e le autorità di vigilanza sosterranno presso gli organismi comunitari (in particolare, Commissione europea e Committee of European Securities Regulators - CESR) tutte le iniziative volte a favorire

l'omogeneizzazione delle regolamentazioni relative alle varie tipologie di prodotti finanziari e la convergenza delle prassi regolamentari tra i vari paesi comunitari. Con riferimento a quest'ultimo aspetto assume rilevanza la disciplina in materia di *benchmark* (cui raffrontare il rendimento del fondo) e quella delle commissioni di incentivo.

costi che gravano sul prodotto (*total expenses ratio*). Per le polizze assicurativo-finanziarie va incrementata l'informativa, sia ex ante sia nel continuo, circa la liquidità del prodotto.

5 PROBLEMATICHE DELLA DISTRIBUZIONE

Questo capitolo esamina il ruolo delle reti distributive nel settore del risparmio gestito e i loro rapporti con le SGR. Individua gli elementi di criticità e definisce possibili linee di intervento.

Le reti distributive svolgono un ruolo determinante nell'offerta di fondi comuni. Esse sono orientate soprattutto alla vendita "pura" dei prodotti, meno sviluppata è l'assistenza alla clientela nelle scelte di allocazione della ricchezza. I fondi comuni subiscono la concorrenza di prodotti meno trasparenti, che richiedono un minore impegno di gestione postvendita da parte delle reti. Si è affermato un modello di integrazione verticale nel quale la componente della produzione svolge un ruolo subordinato rispetto a quello della distribuzione.

Emerge l'esigenza che il mercato evolva verso modelli diversi nell'attività di distribuzione dei fondi e nei rapporti con le fabbriche della gestione. E' preferibile che le iniziative vengano soprattutto dagli intermediari, poiché fondamentale è la valutazione della sostenibilità economica di ogni innovazione.

Le principali linee di intervento individuate riguardano la valorizzazione della consulenza finanziaria alla clientela; il miglioramento dell'assistenza alla clientela in assenza di consulenza; l'autonomia delle SGR, che verrebbe potenziata richiedendo: che gli amministratori delle SGR non ricoprano incarichi operativi nelle società del gruppo di appartenenza, che vi sia una significativa presenza di amministratori indipendenti, che venga adottato un codice di autodisciplina riguardante il ruolo delle SGR all'interno dei gruppi societari. Le diverse linee di intervento prospettate sono riassunte schematicamente nell'Allegato 1.

Il ruolo delle reti distributive e il loro rapporto con le SGR

L'azione delle reti di vendita è determinante per l'evoluzione del risparmio gestito L'evoluzione del risparmio gestito è stata caratterizzata in Italia da un alternarsi di fasi di crescita e di contrazione di grande intensità. Per la loro portata e l'univocità della loro direzione, i movimenti non appaiono attribuibili solo a fattori di domanda, ma risentono dell'azione delle reti di vendita.

Nei cinque anni dal dicembre 1995 al dicembre 2000, i fondi comuni aperti italiani hanno realizzato una raccolta netta positiva pari a circa 320 miliardi di euro, aumentando di quasi 7 volte la loro consistenza. La domanda dei risparmiatori di prodotti alternativi ai titoli di stato (i cui rendimenti andavano riducendosi per il processo di convergenza monetaria dei paesi dell'area dell'euro) si è indirizzata principalmente verso i fondi comuni. Dapprima sono stati collocati soprattutto fondi monetari e obbligazionari, poi parzialmente sostituiti, in congiunzione con l'andamento positivo dei mercati, con fondi azionari. Come conseguenza, la struttura della ricchezza finanziaria delle famiglie si è avvicinata a quella dei principali paesi europei, pur rimanendo le differenze legate all'assenza di un significativo settore di risparmio previdenziale.

Nei cinque anni successivi, le esigenze dei risparmiatori di investire in strumenti meno rischiosi (reazione alla crisi dei mercati di borsa del biennio 2001-2002) sono state soddisfatte offrendo sia fondi obbligazionari sia prodotti assicurativi. All'interno del comparto dei fondi si è manifestata la tendenza a spostare le masse in gestione dai fondi di diritto italiano a quelli esteri del proprio gruppo (*roundtrip*). Nel periodo considerato, i fondi *roundtrip* hanno avuto una raccolta positiva per circa 70 miliardi di euro, di poco inferiore al deflusso subito dai fondi italiani (-74 miliardi).

Dall'inizio del 2006 alla fine del primo trimestre 2008, l'insieme dei fondi (sia italiani sia *roundtrip*) gestiti da intermediari nazionali ha subito un deflusso continuo di risorse: nei 27 mesi si è registrata una raccolta netta negativa pari a circa 110 miliardi di euro (di cui oltre 30 nei primi tre mesi del 2008). Vi è stato un trasferimento di disponibilità dai fondi, principalmente del comparto obbligazionario, verso le obbligazioni e, in misura minore, le polizze assicurative. Negli ultimi mesi tale andamento ha consentito agli intermediari di reperire liquidità direttamente dai risparmiatori e a costi relativamente contenuti.

La forza delle reti distributive nell'indirizzare la scelta della clientela deriva dalla circostanza che le banche e gli intermediari facenti capo ai gruppi bancari costituiscono pressoché l'unico canale per il collocamento di strumenti finanziari e prodotti del risparmio gestito (titoli emessi dalle banche, polizze assicurative, fondi comuni e fondi pensione aperti). A parte alcuni limitati segmenti di mercato (soggetti privati e imprenditori che si avvalgono di consulenti privati o *family office* ovvero risparmiatori che operano in proprio tramite internet), gli sportelli bancari e i promotori finanziari (in maggioranza inseriti in gruppi bancari) sono i canali utilizzati dal più largo pubblico degli investitori.

Le reti distributive sono orientate soprattutto alla vendita dei prodotti. E' limitata l'assistenza alla clientela

Negli ultimi 10 anni le trasformazioni del sistema finanziario nazionale e internazionale e la pressione della concorrenza hanno stimolato in modo crescente le banche e gli altri intermediari italiani verso strategie di crescita accelerata dei ricavi, in gran parte realizzata tramite l'aumento della componente da servizi. L'esigenza di valorizzare al massimo la risorsa costituita dal *placement power* delle reti di contatto con la clientela ha spinto gli intermediari a definire per esse ambiziosi obiettivi di ritorno economico e a formulare budget che hanno vincolato

fortemente la loro azione. Ne è stato esaltato il ruolo di canale di vendita "pura"; si sono venduti in modo massiccio prodotti finanziari (alla stregua di *commodities*), sviluppando poco la componente "servizio" per la clientela. Il contenuto di consulenza e di assistenza alle scelte di allocazione della ricchezza degli investitori è risultato limitato.

La vendita di fondi comuni richiede un impegno rilevante alle reti

Nel delineato contesto, i fondi comuni (e più in generale il risparmio gestito) si presentano come prodotti "impegnativi" per le reti, sia per le conoscenze che devono essere possedute dagli addetti alle vendite sia per l'assorbimento di risorse richiesto nella fase successiva per la gestione dei rapporti con i risparmiatori: la disponibilità di informazioni giornaliere sul prezzo dei fondi stimola richieste di

informazione e necessità di interazione con i clienti molto superiori a quelle originate da prodotti alternativi, anche in presenza di investimenti di ammontare ridotto. Tale attività di relazione con i clienti è peraltro decisiva per i ritorni economici, in quanto la diminuzione drastica delle commissioni di sottoscrizione e rimborso avvenuta negli ultimi anni fa dipendere la redditività delle reti principalmente dalla retrocessione delle commissioni di gestione, a sua volta collegata alla fidelizzazione del cliente.

Rientra quindi in una logica economica coerente con la massimizzazione dei ricavi la preferenza delle reti per prodotti che, alla luce delle considerazioni svolte circa le asimmetrie regolamentari, consentono di spuntare margini reddituali immediati non collegati con la permanenza del cliente e non richiedono una così intensa attività postvendita di relazione con il cliente.

La concorrenza con prodotti opachi spinge in alto i prezzi dei fondi

La concorrenza di prodotti con siffatte caratteristiche nella stessa rete di vendita costringe le SGR ad alzare le commissioni di gestione per garantire retrocessioni competitive con i margini dei prodotti alternativi, determinando il fenomeno peculiare osservato negli ultimi anni di prezzi che aumentano in presenza di un drastico calo della domanda. L'entrata sul mercato domestico di fondi di gestori esteri

non ha avuto effetti calmieranti sulle commissioni: in realtà tali fondi offrono spesso in Italia classi di quote riservate soltanto al nostro paese, con commissioni superiori a quelle delle classi vendute altrove.

Il quadro descritto produce due rilevanti effetti.

Spostamenti repentini di risorse compromettono l'efficienza delle scelte di portafoglio

In primo luogo, spostamenti così repentini di risorse tra i vari settori di investimento rischiano di produrre squilibri nell'allocazione della ricchezza delle famiglie e un impiego non ottimale delle loro risorse. L'analisi svolta nel precedente capitolo 2 evidenzia come la composizione del portafoglio delle famiglie italiane sia difforme da quella prevalente negli altri paesi europei. Le reti non sembrano orientare correttamente le spinte emotive della clientela: l'andamento del settore dei fondi italiani dopo il 2002 - che ha visto travasi dai fondi azionari a quelli obbligazionari negli anni di crescita delle borse e dei tassi di interesse e, successivamente, il passaggio alle obbligazioni - denota una carenza nell'assistenza alle scelte dei risparmiatori. Si pone il problema di valutare, anche alla luce del nuovo quadro definito dalla MiFID, in che misura la elevata proporzione delle commissioni pagate dai fondi che va alle reti distributive sia effettivamente legata alla qualità del servizio offerto ai risparmiatori²⁹.

Prevale un modello di integrazione verticale dove le strutture produttive sono subordinate alla distribuzione

In secondo luogo, si genera una interpretazione del modello di integrazione verticale nella quale la componente della produzione svolge un ruolo subordinato. Da un lato la disponibilità di una fabbrica ha rafforzato il potere contrattuale della rete verso l'esterno, dall'altro la produzione è stata vista come ancillare rispetto alla distribuzione, considerata come il luogo della reale creazione di valore. La concentrazione presso le SGR delle funzioni di gestione realizzata dai gruppi bancari tra la fine degli anni '90 e l'inizio del decennio non è stata funzionale, nella grande maggioranza dei casi, allo svolgimento di un autonomo ruolo di mercato da parte delle SGR. In altri termini, le SGR sono state considerate come un centro di costo e non come un centro di autonoma creazione di valore, in grado di rivolgersi al mercato indipendentemente dal gruppo di appartenenza. Ciò a differenza degli altri principali paesi dell'Europa continentale, dove la raccolta tramite il gruppo ha costituito per le maggiori società di *asset management* la base sulla quale poggiare una autonoma crescita nel mercato domestico e internazionale.

Alle SGR non sono state lasciate risorse sufficienti per lo sviluppo dell'innovazione dei prodotti, per l'acquisizione delle risorse qualificate necessarie per aumentare la qualità delle gestioni, per la realizzazione di sistemi amministrativi e di gestione del rischio avanzati.

Anche la delocalizzazione realizzata con lo sviluppo delle strutture lussemburghesi e irlandesi è stata usata più per sfruttare economie fiscali o vantaggi normativi che per creare una piattaforma per la proiezione internazionale dei gestori.

La presenza di fabbriche in ogni gruppo bancario e assicurativo orientate a lavorare esclusivamente a favore del gruppo ha ostacolato i processi di aggregazione tra società di gestione del risparmio e il raggiungimento di dimensioni adeguate. Fusioni si sono realizzate quasi esclusivamente per effetto delle concentrazioni dei rispettivi gruppi di appartenenza.

Evolgere verso assetti diversi della distribuzione e della produzione

La trasparenza è importante, ma non è sufficiente

Le misure in materia di trasparenza indicate nel precedente capitolo 4 mirano ad accrescere la disponibilità di informazioni chiare, complete e comparabili sui diversi prodotti finanziari. L'evidenza richiamata nel capitolo 2 mostra però come il grado di cultura finanziaria di molte famiglie italiane sia piuttosto basso e che la mera disponibilità di strumenti offerti dagli investitori istituzionali non è in grado di assicurare un'adeguata qualità delle decisioni di investimento. In tale situazione, anche con la migliore

²⁹ In tale quadro andrebbe considerata la possibilità di introdurre strutture commissionali flessibili, volte a meglio raccordare le commissioni percepite dalla rete al servizio effettivamente prestato alla clientela.

informazione possibile, molti risparmiatori potrebbero non essere in grado di effettuare scelte effettivamente consapevoli senza un'adeguata assistenza da parte degli intermediari. Alla luce di tali considerazioni e di quelle svolte nel precedente paragrafo, risulta di fondamentale importanza realizzare un cambiamento del modo in cui le reti di vendita operano e si rapportano con le società prodotte, sia per elevare la qualità del servizio reso alla clientela sia per favorire il rafforzamento e l'autonomia delle fabbriche della gestione del risparmio.

Gli intermediari devono essere protagonisti del cambiamento

È preferibile che le iniziative vengano soprattutto dagli intermediari, poiché fondamentale è la valutazione della sostenibilità economica di ogni innovazione; alle autorità di settore spetta in primo luogo di modificare quegli aspetti della regolamentazione che danno adito a distorsioni e arbitraggi; eventualmente di aiutare a definire più efficaci forme di prestazione di servizi.

Gli operatori del mercato stanno esplorando nuovi assetti

Negli ultimi tempi diversi operatori hanno sviluppato iniziative che tendono a modificare gli assetti finora prevalenti. Alcune banche hanno fatto una scelta di specializzazione, rinunciando alla produzione in casa di strumenti d'investimento e puntando a migliorare i servizi di distribuzione offerti, anche attraverso la qualità dei prodotti di terzi collocati. Nella distribuzione di prodotti finanziari hanno iniziato a diffondersi, anche nei grandi gruppi bancari, modelli diversi. Nelle gestioni individuali, nei fondi di fondi e nei servizi verso clienti di fascia elevata (*private banking*) si stanno affermando modelli multimarca, dove vengono offerti prodotti di terzi accanto a quelli del gruppo; le reti di promotori hanno normalmente a disposizione un ampio novero di strumenti anche non collegati al gruppo di appartenenza.

Emergono modelli organizzativi differenziati

La struttura del mercato si va articolando, facendo emergere modelli di business e scelte di posizionamento strategico differenziati. Da un lato vi sono i tre maggiori gruppi nazionali, che hanno sviluppato una propria presenza internazionale nel mercato del risparmio gestito e per i quali si pone il problema di conseguire dimensioni sufficienti per competere in modo efficace almeno nel contesto europeo. Dall'altro, nel segmento dei gruppi medi diverse banche hanno scelto di: allargare l'azionariato delle proprie SGR, fino a cederne il controllo; valorizzare l'investimento con la quotazione in Borsa; realizzare partnership con gestori esteri in grado di apportare il *know how* necessario per sviluppare l'attività in modo autonomo; promuovere forme di integrazione che mirano a creare intermediari con risorse e competenze tali da svolgere un ruolo di primo piano nel mercato italiano del risparmio gestito.

Rafforzare le tendenze in atto

Occorre rafforzare le tendenze mostrate dal mercato verso la progressiva apertura delle reti di vendita e una maggiore autonomia delle SGR, facendo al contempo sì che le funzioni di gestione delle stesse SGR siano valorizzate e possano tradursi in una ripresa del settore, anche in considerazione della funzione fondamentale che quest'ultimo è chiamato a svolgere per lo sviluppo della previdenza complementare.

Il primo obiettivo (apertura delle reti di vendita) può essere perseguito agendo sulle regole di condotta e valorizzando il principio del TUF che richiede agli intermediari di operare nell'interesse del cliente. Il rafforzamento dell'assistenza fornita dai collocatori al cliente, oltre a rispondere alle esigenze di questi ultimi, potrebbe avere effetti indiretti sulla struttura del mercato, creando incentivi per un'architettura aperta ai prodotti di terzi.

L'autonomia delle SGR può essere stimolata attraverso interventi sulla *governance* delle stesse (quali, ad es., la limitazione dei poteri di indirizzo da parte del gruppo di appartenenza e l'indipendenza dei componenti l'organo amministrativo).

Linee di intervento

La molteplicità e la complessità degli interventi per il perseguimento degli obiettivi delineati richiede azioni sia da parte delle Autorità sia da parte dell'industria. Le prime, nell'adequare la regolamentazione nazionale alle disposizioni comunitarie, operano al fine di creare condizioni di parità concorrenziale. In tal senso, la direttiva MiFID se per un verso rappresenta un importante passo avanti, per l'altro – in quanto disciplina di armonizzazione ampia – limita gli spazi di autonomia delle Autorità nazionali. L'industria potrà fornire il proprio contributo attraverso iniziative di autoregolamentazione.

Occorre favorire lo sviluppo della consulenza alla clientela Le argomentazioni svolte nei precedenti paragrafi portano a concludere in primo luogo che è necessario favorire lo sviluppo dell'attività di consulenza. Tale attività deve essere in grado di indirizzare le scelte del cliente, perseguendone gli interessi e rispettandone la pensione al rischio.

Come dimostra l'esperienza nei paesi anglosassoni, possono svolgere un ruolo importante i consulenti indipendenti, siano essi persone fisiche o intermediari. Per i consulenti finanziari persone fisiche (introdotti nel nostro ordinamento solo recentemente³⁰), da un lato devono essere stabiliti rigorosi criteri di professionalità, onorabilità e indipendenza³¹ nonché stringenti regole in materia di comportamento e conflitto di interessi³² per garantire la correttezza e l'efficacia del servizio, dall'altro potrebbe essere opportuno ampliarne l'operatività per consentire loro, nelle forme e con le cautele più opportune, di offrire servizi di esecuzione degli ordini per conto della clientela³³. Con riguardo agli intermediari, dovrebbero essere definite dalle associazioni di categoria le caratteristiche che gli operatori devono possedere per potersi qualificare come indipendenti. Attraverso l'autoregolamentazione potrebbe inoltre essere previsto che le persone fisiche che prestano l'attività di consulenza per conto di un intermediario che si qualifica come indipendente soddisfino gli stessi rigorosi criteri di professionalità, onorabilità e indipendenza che sono propri dei consulenti finanziari persone fisiche.

Creare piattaforme telematiche per sottoscrizioni e rimborsi delle quote di fondi Lo sviluppo dell'attività di consulenza potrebbe trarre beneficio dalla creazione – attraverso iniziative degli intermediari, eventualmente in collaborazione con i gestori dei mercati - di piattaforme elettroniche/telematiche, nelle quali sia possibile sottoscrivere o chiedere il rimborso delle quote di fondi comuni direttamente in contropartita con la SGR oppure per il tramite di un intermediario³⁴ non necessariamente legato alla SGR con un contratto di collocamento. Non si tratterebbe di una quotazione delle parti dei fondi (possibilità sempre riconosciuta alle SGR), ma di una modalità di sottoscrizione delle quote dei fondi³⁵, della quale potrebbero beneficiare in modo particolare i consulenti indipendenti e le stesse SGR. Le piattaforme elettroniche, favorite da una gestione dematerializzata delle quote dei fondi aperti finalizzata ad assicurarne la piena trasferibilità, possono contribuire ad una maggiore "apertura" del mercato della distribuzione dei prodotti del risparmio gestito, consentendo di ampliare la platea degli intermediari coinvolti e l'ambito dei servizi d'investimento utilizzati per la vendita di fondi comuni (dalla consulenza alla raccolta ordini in modalità "execution only"). Per tale via potrebbe essere offerta agli investitori l'opportunità di accedere a classi di

³⁰ L'art. 18-bis del TUF ha previsto la figura del consulente finanziario persona fisica, che deve operare in assoluta autonomia rispetto agli intermediari che prestano servizi di investimento o emettono titoli.

³¹ La definizione degli stessi è attribuita dall'art. 18 bis del TUF al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

³² La definizione delle stesse è attribuita dall'art. 18 bis del TUF alla Consob.

³³ Tale estensione operativa richiede una modifica del TUF.

³⁴ Proposta recentemente avanzata nel Quaderno di Finanza Consob n. 61 – Gennaio 2008 "Il Marketing dei fondi comuni italiani – Modelli organizzativi, costi, andamento e nuove prospettive conseguenti all'introduzione della MiFID nell'ottica della vigilanza", a cura di De Rossi, Gariboldi, Leggieri e Russo.

³⁵ In particolare, le piattaforme elettroniche/telematiche "connettono tipicamente le società di gestione con i distributori o gli investitori finali, gestendo i flussi informativi da e per la banca depositaria... Un ulteriore modello distributivo che sfrutta le possibilità delle piattaforme elettroniche/telematiche è rappresentato dalla quotazione di quote di fondi comuni (non indicizzate) in un segmento di mercato telematico" (op. cit. pag. 69).

fondi con una struttura di remunerazione priva degli impliciti costi destinati a pagare i servizi dei collocatori³⁶ ed acquistabili anche in regime di *execution only*³⁷.

Qualificare la consulenza offerta ai clienti da tutte le reti distributive

L'attività dei consulenti indipendenti tenderà inevitabilmente a rivolgersi, soprattutto all'inizio, a un pubblico relativamente ristretto. Data l'assoluta predominanza delle reti bancarie, è da queste innanzitutto che deve venire una riqualificazione dell'offerta. L'obiettivo primario è quello di accrescere l'assistenza ai clienti, anche attraverso l'offerta del servizio di consulenza. In tal senso l'entrata in vigore della MiFID costituisce un'occasione preziosa.

Secondo la nuova disciplina, introdotta con il recepimento della Direttiva MiFID, la consulenza consiste nel presentare come adatto ad un cliente un determinato prodotto finanziario sulla base di una raccomandazione personalizzata. In costanza di una consulenza l'intermediario è chiamato a conoscere in modo approfondito il proprio cliente non solo con riguardo agli aspetti attinenti alla esperienza e conoscenza finanziaria, ma anche in relazione ai suoi obiettivi di investimento e alla sua situazione finanziaria. Tale approfondita conoscenza del cliente è strumentale alla valutazione di adeguatezza: la rete consiglierà solo prodotti adeguati per quel cliente. L'esteso ambito di applicazione del servizio di consulenza comporta che la valutazione dell'adeguatezza sia declinata secondo modalità più o meno semplici e rapide, tenuto debitamente conto delle diverse caratteristiche del prodotto "consigliabile". La complessità dell'accertamento della corrispondenza fra caratteristiche dei clienti e prodotti dovrebbe variare fra un minimo per prodotti semplici, come la gran parte dei fondi comuni, e un massimo per prodotti più complessi³⁸.

La consulenza deve riguardare anche prodotti non del gruppo

L'obiettivo di consigliare il prodotto più adatto alle esigenze del cliente andrà perseguito prendendo in considerazione un novero di strumenti e prodotti finanziari sufficientemente rappresentativo delle possibilità di investimento offerte dal mercato, non limitandosi a considerare i soli prodotti e servizi offerti dal gruppo di appartenenza. Il personale impegnato nel servizio di consulenza dovrebbe possedere adeguate conoscenze in materia economica e finanziaria; tali competenze dovrebbero essere maggiori nel caso di prodotti/portafogli complessi.

Tali obiettivi potranno essere perseguiti attraverso linee guida definite dall'industria, sulla base delle quali i canali distributivi siano indotti ad aprire le loro piattaforme di vendita e ad investire nella formazione dei consulenti/venditori. Affinché la convergenza verso tali *best practice* non comporti costi proibitivi è necessario che sia il portato di processi rigorosi ma gradualisti, che investano in primo luogo la distribuzione dei prodotti/portafogli più complessi.

³⁶ Da parte loro, gli intermediari potrebbero allargare l'attività tradizionale, in relazione alla tipologia di clientela e alla natura del servizio richiesto, affiancando al servizio di collocamento, svolto sulla base di accordi con i gestori in merito all'offerta dei fondi comuni (*supply-driven*), la possibilità di rivolgersi ad un pubblico di investitori più sofisticato (*demand-oriented*), assistendone le intenzioni di investimento tramite ricerche e analisi sui fondi supportate dalle funzionalità della piattaforma.

³⁷ Tali classi di quote potrebbero essere trattate in regime di *execution only* anche dagli intermediari che distribuiscono i fondi di una determinata SGR in forza di convenzioni di collocamento con la stessa stipulate.

³⁸ Va nel senso dell'effettiva e sostanziale parità di condizioni competitive quanto prospettato dalla Consob nel citato documento di consultazione sul "livello 3" della regolamentazione sugli intermediari, laddove si specifica che dinanzi a titoli illiquidi (quali tipicamente le polizze assicurative e di fatto molte obbligazioni bancarie) la valutazione di adeguatezza esige l'autonoma valorizzazione della compatibilità dell'investimento rispetto all'*holding period* manifestato dal cliente. Tale autonoma valorizzazione è naturalmente più semplice e sostanzialmente "assunta" in presenza di titoli, quali le quote di fondi comuni aperti, rimborsabili in ogni momento.

Migliorare l'assistenza ai clienti in assenza di consulenza

Anche in assenza della prestazione del servizio di consulenza il cliente andrà adeguatamente assistito nell'assunzione delle proprie autonome scelte di investimento da effettuare nell'ambito dei prodotti offerti dall'intermediario. In particolare, dovranno essergli fornite adeguate informazioni circa le caratteristiche dei prodotti, i costi e gli oneri degli stessi, i rischi ad essi connessi.

Gli intermediari dovranno definire nel dettaglio le procedure da seguire nei rapporti con il cliente, al fine di assisterlo adeguatamente nelle scelte di investimento, evitando tuttavia che l'attività possa configurare servizio di consulenza³⁹.

La verifica della coerenza delle conoscenze finanziarie del cliente rispetto alla complessità dei fattori di rischio dell'investimento (test di appropriatezza previsto dall'art. 42 del Regolamento Intermediari della Consob, nelle ipotesi in cui non venga prestato il servizio di consulenza) risulta agevolata nel caso di strumenti semplici, come la gran parte dei fondi comuni.

Anche in tale contesto la rete di vendita che assicuri al sottoscrittore una adeguata assistenza post-vendita potrà essere remunerata attraverso la retrocessione di commissioni⁴⁰. Andrà comunque assicurata, nel massimo rispetto dell'autonomia dei singoli operatori di mercato riguardo alla definizione delle politiche di prezzo, la coerenza tra l'ampiezza e la natura dell'assistenza fornita al cliente e la misura e le caratteristiche delle retrocessioni commissionali percepite.

Agire sulla governance delle SGR per sostenerne l'autonomia

L'impegno finanziario e organizzativo degli intermediari per sviluppare le strutture dedicate alla produzione può essere sostenuto da interventi sulla *governance* delle SGR, volti a rafforzarne l'autonomia, con riferimento: al regime di incompatibilità tra gli amministratori della SGR e gli esponenti del gruppo (coloro che hanno cariche operative in società del gruppo non dovrebbero essere amministratori o direttori generali nelle SGR e viceversa); alla presenza e al ruolo degli amministratori indipendenti (che dovrebbero essere in numero significativo, detenere la presidenza e essere in maggioranza nei comitati, ove esistenti, di controllo interno, di *compliance* e di remunerazione); ai limiti e alle modalità con i quali devono essere esercitati i poteri di indirizzo e coordinamento da parte delle società capogruppo.

Integrazione tra autoregolamentazione e azione delle autorità

Affinché gli interventi delineati abbiano la massima efficacia e, allo stesso tempo, non comportino eccessivi oneri aggiuntivi, è opportuno che le misure proposte nascano da una stretta integrazione tra industria e autorità. A tal fine, dovrebbero essere elaborate da parte dell'industria linee di politica aziendale e/o codici di autodisciplina in materia di consulenza, di assistenza alla vendita di strumenti finanziari e di governo societario delle SGR. Le autorità⁴¹ potrebbero verificare tali politiche e codici e riconoscerli come adeguati ai fini del rispetto della normativa⁴². La verifica del rispetto delle stesse potrebbe essere un compito attribuito alla funzione di conformità operante presso gli stessi intermediari.

³⁹ Sulla questione la Consob ha rilevato che "l'intermediario deve approntare meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali, e di controllo) per rendere effettiva la conformazione dei propri collaboratori e dipendenti a contatto con la clientela a predefiniti modelli relazionali nel presupposto che, di fatto, vista l'ampia nozione di consulenza resa dal legislatore in attuazione delle fonti comunitarie, può risultare elevato (specie quando si utilizzino forme di contatto non "automatiche") il rischio che l'attività concretamente svolta sfoci nel presentare un dato strumento finanziario come adatto per quel particolare cliente, integrando così la consulenza in materia di investimento". Cfr. documento del 30/10/07, emanato in esito alla consultazione sul nuovo Regolamento Intermediari.

⁴⁰ La retrocessione di commissioni potrà essere riconosciuta anche nell'ipotesi in cui l'intermediario si impegni ad offrire al cliente, in sede di sottoscrizione, un più ampio *range* di prodotti.

⁴¹ In tal senso va il documento "policy per la validazione delle linee guida elaborate dalle associazioni degli intermediari", pubblicato dalla Consob sul proprio sito il 2 maggio 2008.

⁴² In materia di *governance*, le stesse istruzioni di Vigilanza sui compiti e i poteri delle capogruppo dei gruppi bancari potranno essere riviste per chiarire limiti e finalità del coordinamento. Con riferimento all'applicazione della normativa in

Nell'ambito delle linee di *policy* elaborate dall'industria dovrebbe essere indicata la tempistica per la realizzazione degli adeguamenti organizzativi e per l'adozione delle conseguenti misure procedurali, che dovrebbero poter essere attuati con la necessaria gradualità per consentire un ordinato passaggio al nuovo assetto.

**Verifica dei
risultati**

I risultati conseguiti in termini di effettiva assistenza alla clientela e di qualità del servizio prestato dagli intermediari andranno verificati periodicamente dall'industria e dalle autorità di vigilanza.

materia di consulenza e di collocamento di strumenti finanziari, potrebbero essere fornite indicazioni dalla Consob nell'ambito della regolamentazione di "livello 3".

6 LA TASSAZIONE DEI FONDI COMUNI

Questo capitolo mette in luce le esigenze di revisione del vigente sistema di tassazione dei fondi comuni di investimento. In primo luogo, sono analizzati gli effetti sul sistema del risparmio gestito del disomogeneo trattamento dei fondi comuni italiani rispetto ai fondi comuni armonizzati comunitari, i primi tassati sul “maturato”, gli altri sul “realizzato”. In secondo luogo, sono prospettati ulteriori interventi sul regime fiscale per favorire la crescita dei fondi comuni. Nella sezione finale del capitolo, sono indicate le modifiche legislative necessarie per rimuovere gli svantaggi competitivi, di natura fiscale, dei fondi comuni italiani. Le diverse linee di intervento prospettate sono riassunte schematicamente nell’Allegato 1.

Il sistema di tassazione dei fondi comuni presenta criticità

Il sistema di tassazione dei fondi comuni di investimento presenta alcune criticità, che rendono opportuna una riflessione con riferimento ai seguenti profili: trattamento fiscale dei fondi comuni italiani rispetto a quello dei fondi comunitari e degli altri prodotti finanziari; regime fiscale applicabile ai fondi che investono in beni diversi dagli strumenti finanziari e dagli immobili; investimento in quote di fondi azionari da parte delle imprese; incentivi fiscali per i sottoscrittori che

detengano quote di fondi comuni per periodi prolungati.

È necessario passare dalla tassazione sul maturato a quella sul realizzato...

L’aspetto di maggiore criticità dell’attuale regime fiscale riguarda il trattamento disomogeneo dei fondi comuni italiani rispetto ai fondi comuni armonizzati comunitari. La vigente disciplina prevede che i redditi dei fondi comuni italiani siano tassati per “maturazione”, con imposta direttamente a carico dello stesso fondo, e quindi a prescindere dal fatto che i sottoscrittori li abbiano o meno percepiti; i redditi dei fondi comunitari armonizzati sono tassati per cassa e a

carico dei partecipanti, ossia solo al momento del loro effettivo percepimento da parte di questi ultimi⁴³.

Pertanto, mentre per i fondi comunitari armonizzati il prelievo dell’imposta è differito fino al momento del riscatto delle quote di partecipazione e i rendimenti dei fondi resi pubblici sono lordi, nel caso dei fondi comuni italiani l’imposta è prelevata sugli incrementi di valore registrati dal fondo di investimento e l’ammontare dei relativi rendimenti resi pubblici è sempre al netto dell’imposta.

Questa disparità di trattamento penalizza fortemente i fondi italiani sotto un duplice aspetto: impedisce un confronto corretto dei rendimenti offerti rispetto a quello dei fondi armonizzati di altri paesi europei; determina problemi, potenzialmente anche molto rilevanti, nella gestione di portafogli gravati da una posta dell’attivo illiquida e infruttifera, il “risparmio di imposta”, ricollegabile ai risultati negativi di gestione accumulati nel passato⁴⁴. Basti considerare, a quest’ultimo riguardo, che il risparmio di

⁴³ In particolare, in base alla tassazione sul maturato, i fondi italiani: pagano un’imposta annuale del 12,5 per cento sul risultato maturato di gestione, cioè sull’incremento di valore registrato dalle attività finanziarie gestite nel corso di ciascun anno solare; in caso di riduzione di valore della massa gestita contabilizzano un “risparmio d’imposta”, che può essere compensato con le imposte che il fondo dovrà pagare nei periodi successivi ovvero con quelle dovute da altri fondi gestiti dalla medesima SGR. Detto risparmio d’imposta - che viene rilevato nell’attivo patrimoniale - incrementa il valore della quota, ma ne rappresenta una posta immobilizzata e infruttifera.

⁴⁴ I meccanismi di tassazione sul maturato possono inoltre determinare: una instabilità nel sistema finanziario in quanto, nel caso di corsa ai riscatti, la parte del valore della quota rappresentata dal risparmio di imposta non potrebbe essere liquidata; una ciclicità nelle entrate fiscali, strettamente legate all’andamento dei mercati, che è contrastata in modo erratico dalla controciclicità derivante dalla dilatazione oltre il periodo di effettiva pertinenza dei risparmi di imposta; una rigidità nella politica fiscale, in quanto la valorizzazione di possibili risultati negativi - per di più utilizzabili senza limiti temporali -

imposta del sistema dei fondi comuni, alla fine del 2007, era pari a circa 3,9 miliardi di euro; pertanto, una quota di circa l'1,2 per cento dell'attivo dei fondi italiani era rappresentata da attività illiquide e non investibili.

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

È necessario superare tali fattori distorsivi che svantaggiano i fondi comuni italiani, eventualmente estendendo il regime fiscale attualmente previsto per i fondi armonizzati comunitari anche ai fondi italiani. In tal caso, è da valutare l'opportunità di applicare il c.d. "equalizzatore"; infatti, tenuto conto dei ridotti tempi di detenzione delle quote dei fondi da parte dei risparmiatori (circa due anni), l'effetto di *tax deferral* del passaggio dal maturato al realizzato avrebbe un impatto limitato. Per il trattamento dei citati "risparmi di imposta" accumulati andrebbero previsti meccanismi volti a consentirne il graduale riassorbimento.

... estendere a tutti i fondi il regime fiscale previsto per gli OICVM...

Un fattore che limita la nascita di fondi che investono in beni diversi dagli strumenti finanziari e dagli immobili (es.: fondi di crediti, fondi che investono in opere d'arte, ecc.) è costituito dalle incertezze del regime fiscale ad essi applicabile. In tal senso, sarebbe necessario chiarire a quale regime fiscale sono sottoposte tali tipologie di fondi.

... rendere fiscalmente neutrale per le imprese l'investimento diretto in azioni o in fondi azionari...

Esistono fattori che penalizzano gli investimenti da parte delle imprese in fondi azionari rispetto all'acquisto diretto delle azioni o all'acquisto delle stesse tramite società partecipate; al fine di superare tale criticità è da valutare la possibilità di estendere il regime fiscale degli investimenti delle imprese in azioni alle quote di partecipazione in fondi sottoscritte dalle medesime, a condizione che l'attivo di tali fondi sia prevalentemente investito in azioni.

L'estensione di tale regime ai fondi permetterebbe alle imprese di evitare la doppia imposizione economica (che deriva dal fatto che gli utili delle azioni nel portafoglio dei fondi sono tassati, una prima volta, come utili dell'impresa che li produce e, una seconda volta, come proventi dell'impresa che partecipa al fondo), rendendo neutrale per le imprese investire in azioni direttamente o attraverso l'acquisto di quote di fondi comuni azionari.

... e agevolare fiscalmente l'investimento di lungo periodo in fondi

Infine, la leva fiscale potrebbe essere utilizzata per incentivare una corretta allocazione del risparmio delle famiglie, favorendo un allungamento dell'orizzonte temporale dei relativi investimenti e l'adozione di strategie di diversificazione del rischio finanziario volte a incrementare gli investimenti nelle classi di attività finanziarie più remunerative nel lungo termine.

In tale direzione si sono orientati alcuni paesi europei nei quali, pur in un quadro improntato alla parità delle condizioni competitive (fiscalità sul percepito piuttosto che sul maturato sia per l'amministrato che per il gestito), i fondi comuni godono di alcuni vantaggi di ordine fiscale⁴⁵, in ragione delle caratteristiche di ampia diversificazione del rischio e di trasparenza che connotano tali forme di investimento. In sostanza, il risparmio gestito viene privilegiato in quanto ritenuto più idoneo di altre

avviene sulla base dell'aliquota dell'imposta sostitutiva vigente e rende quindi difficilmente applicabili eventuali manovre di aumento /riduzione di tale aliquota.

⁴⁵ Ad esempio, in Germania, la recente riforma fiscale (*Abgeltungssteuer*) prevede che: *i*) in via permanente, i costi dei fondi comuni sono fiscalmente deducibili; *ii*) in via transitoria, coloro che acquistano fondi comuni prima del primo gennaio 2009 saranno esenti dall'imposta sugli interessi o sulle plusvalenze realizzate.

tipologie di investimento a indirizzare i risparmiatori verso una corretta allocazione del risparmio di lungo periodo.

L'introduzione di analoghe agevolazioni fiscali nel nostro Paese potrebbe determinare positivi effetti sul portafoglio delle famiglie e indirizzare una quota maggiore di investimenti verso il risparmio gestito. A tal fine, potrebbero, in particolare, ipotizzarsi forme di detrazioni di imposta per le somme versate in specifici "piani individuali di risparmio", che abbiano determinate caratteristiche in termini di durata minima e investimenti.

La definizione di incentivi fiscali ai risparmiatori che sottoscrivono "piani individuali di risparmio" richiederebbe, peraltro, una riflessione di carattere più ampio, che comprenda anche la tassazione della previdenza integrativa. Con riferimento a tale ultimo aspetto, l'obiettivo dovrebbe essere quello di evitare forme di disincentivo o di segmentazione avversa, allineando il regime di tassazione dei fondi pensione italiani alle *best practices* internazionali, attraverso il passaggio dall'attuale sistema ETT (*exemption, taxation, taxation*) a quello EET (*exemption, exemption, taxation*)⁴⁶.

Linee di intervento

La revisione del regime di tassazione dei fondi comuni richiede modifiche legislative. Nel breve termine, per ridare competitività all'industria del risparmio gestito italiano sembra necessario:

- armonizzare il regime fiscale dei fondi comuni italiani e di quelli armonizzati comunitari: *i)* passando dalla tassazione dei redditi dei fondi comuni per "maturazione" e direttamente a carico dello stesso fondo, a quella a carico dei partecipanti e per cassa al momento della distribuzione dei proventi o della liquidazione dell'investimento; *ii)* trasformando i risultati negativi di gestione accumulati in crediti di imposta infruttiferi e non rimborsabili, che le SGR possono utilizzare per compensare le ritenute applicabili ai partecipanti in sede di distribuzione dei proventi o di liquidazione dell'investimento⁴⁷;
- applicare il regime fiscale dei fondi che investono in strumenti finanziari anche ai fondi che investono in "altri beni";
- incentivare una corretta allocazione del risparmio delle famiglie, favorendo un allungamento dell'orizzonte temporale e un'adeguata diversificazione degli investimenti finanziari.

Per le imprese residenti che investono in fondi comuni, appare inoltre opportuno rimuovere gli ostacoli esistenti all'investimento in fondi azionari, estendendo il regime fiscale previsto per l'investimento in azioni alle quote di partecipazione nei fondi azionari. Conseguentemente andrebbero definite con certezza le caratteristiche (ad es. in termini di percentuale delle azioni rispetto al portafoglio del fondo) che i fondi dovrebbero avere per l'applicazione di tale disposizione.

⁴⁶ Secondo il sistema di tassazione EET, il pagamento dell'imposta è rinviato al momento della percezione dei benefici (esenzione in fase di accantonamento, esenzione in fase di capitalizzazione, tassazione del capitale o della rendita quando percepiti). Secondo il sistema ETT, attualmente in vigore nel nostro Paese, vi è una esenzione (entro certi limiti) in fase di accantonamento, con tassazione agevolata in fase di capitalizzazione e tassazione fortemente agevolata in fase di erogazione.

⁴⁷ Tale misura garantisce che l'ammontare delle minori ritenute versate corrisponda a quello della minore imposta sostitutiva che i fondi avrebbero versato, compensando il risultato positivo di gestione maturato con i risultati negativi di gestione riportati dagli anni precedenti.

7 ALTRE AREE DI INTERVENTO

Questo capitolo esamina altri interventi che si ritiene siano importanti per l'industria italiana del risparmio gestito. In particolare, si propone di: sostenere in ambito comunitario l'adozione del cd. "passaporto" per le società di gestione, la fusione transfrontaliera dei fondi e i cc.dd. *master/feeder funds*; eliminare il numero massimo dei partecipanti e ridurre la soglia minima di investimento dei fondi speculativi; prevedere forme di coordinamento tra autorità pubbliche e intermediari, al fine di meglio rappresentare le esigenze nazionali nelle sedi internazionali. Le diverse linee di intervento prospettate sono riassunte schematicamente nell'Allegato 1.

7.1 LINEE EVOLUTIVE DELLA NORMATIVA COMUNITARIA

Occorre favorire una maggiore integrazione delle strutture produttive in Europa

I gruppi che sono presenti con proprie società di gestione in più paesi dell'Unione Europea sono interessati, per accrescere l'efficienza operativa, a concentrare in un solo paese le attività di amministrazione e di gestione di tutti i fondi.

A ciò mirano specificamente i lavori in corso nelle sedi comunitarie, volti a:

- estendere l'operatività del "passaporto europeo" per le società di gestione, fino al punto (secondo la proposta più estesa) di consentire a una società costituita in un dato paese di istituire fondi comuni in altri paesi dell'UE;
- consentire le fusioni di fondi comuni a livello transfrontaliero, al fine di superare la frammentazione dei prodotti su linee nazionali;
- riconoscere la possibilità di costituire *master/feeder funds*. Nelle strutture *master/feeder* i sottoscrittori acquistano quote dei fondi *feeder* (costituiti nei vari paesi dell'UE); questi ultimi investono esclusivamente nel fondo *master*, al quale fa capo la gestione del patrimonio complessivo.

Queste linee di intervento assumono importanza anche per l'industria italiana, dato lo sviluppo nel nostro Paese di intermediari finanziari che operano in più paesi dell'Unione Europea.

Linee di intervento

Va sostenuta l'azione del Governo italiano in sede comunitaria

È necessario sostenere nelle sedi comunitarie le iniziative atte a introdurre norme che estendano, in forme anche parziali, la portata del "passaporto" delle società di gestione.

Vanno parimenti sostenute le iniziative volte a introdurre norme che facilitino le fusioni di fondi comuni a livello transfrontaliero e consentano la costituzione di *master/feeder funds*.

7.2 FONDI SPECULATIVI

I fondi speculativi italiani hanno rapidamente raggiunto un buon grado di sviluppo

In Italia i fondi speculativi hanno registrato un rapido sviluppo a partire dal 2001. Essi si caratterizzano per l'assenza di vincoli all'operatività (possono, ad es., indebitarsi, vendere allo scoperto e operare in derivati senza limiti); per questo motivo, possono assumere anche posizioni molto rischiose. Nel corso di questo decennio i fondi speculativi italiani si sono rivelati un utile strumento di diversificazione del rischio di portafoglio; analoghi fondi sono stati introdotti in diversi altri paesi europei. In Italia la struttura largamente predominante è quella del fondo di hedge funds, ma sono da anni operativi anche alcuni fondi speculativi a “gestore unico” (*single manager*), che attuano direttamente la propria strategia di investimento e rappresentano veri e propri hedge funds di diritto italiano. Rispetto a un hedge fund, un fondo di hedge funds assicura al sottoscrittore la diversificazione dell'investimento e il processo di selezione e controllo dei singoli fondi detenuti in portafoglio; d'altro lato, esso introduce un ulteriore livello di intermediazione, che può andare a scapito della trasparenza e comporta un aggravio dei costi.

Quando fu introdotta la regolamentazione alla fine degli anni novanta, dato il profilo relativamente rischioso di questi strumenti e le ridotte esperienze estere di riferimento, furono fissati:

- una soglia minima di sottoscrizione relativamente elevata, pari a 1.000.000 di euro (poi ridotta a 500.000 euro), al fine di precludere l'accesso a questo mercato da parte dei piccoli risparmiatori;
- un limite massimo al numero dei sottoscrittori (100, poi elevato a 200), al fine di evitare che tali fondi raggiungessero dimensioni eccessive.

Negli anni successivi fondi della specie si sono diffusi in altri paesi europei. Per i fondi di hedge funds il vincolo di investimento minimo è stato fissato generalmente su valori ben più bassi che in Italia; ad esempio, esso è pari a 10.000 euro in Francia e del tutto assente in Germania. Una maggiore prudenza contraddistingue la regolamentazione degli hedge funds a “gestore unico”; in Francia l'importo minimo di sottoscrizione è pari a 250.000 euro, mentre in Germania gli hedge funds possono essere collocati solo presso investitori qualificati.

La limitazione al numero massimo dei sottoscrittori – non prevista nelle normative di altri Paesi comunitari – è stata, nei fatti, superata dalle SGR che, in presenza di ingenti richieste di sottoscrizione, una volta raggiunto il numero massimo dei partecipanti, hanno costituito fondi aventi le medesime caratteristiche di quelli già esistenti (cc.dd. “fondi clone”).

A distanza di quasi un decennio dalla sua introduzione, la disciplina dei fondi speculativi andrebbe rivisitata per favorire l'ulteriore sviluppo del comparto e promuovere la competitività dei fondi italiani nel confronto internazionale.

Le linee direttrici della riforma dovrebbero mirare a:

- ridurre significativamente il limite minimo di investimento nei fondi speculativi ed eliminare il numero massimo di partecipanti al fondo;
- differenziare la regolamentazione dei fondi di fondi speculativi da quella dei fondi speculativi a “gestore unico”, in modo da renderne possibile la distribuzione alla generalità del pubblico⁴⁸.

⁴⁸ Alla base di tale scelta vi è la considerazione che i fondi di fondi hedge presentano profili di rischio inferiori rispetto a quelli dei fondi puri in quanto: da un lato, i fondi target in cui il fondo di fondi investe sono selezionati e monitorati, attraverso procedure di *due diligence* e di *risk management*, da gestori professionali; dall'altro, la molteplicità dei fondi presenti in portafoglio limita l'impatto negativo sul patrimonio del fondo di fondi dovuto alle eventuali perdite subite dai singoli fondi detenuti.

Si potrebbe infine considerare la possibilità di ridenominare la categoria da “fondi speculativi” a “fondi alternativi”, denominazione più aderente alle caratteristiche di tali organismi, che mirano a ottenere rendimenti tendenzialmente non correlati all’andamento dei mercati finanziari, attraverso l’impiego di particolari tecniche di gestione e/o l’investimento in *assets* diversi dalle tradizionali attività finanziarie.

Linee di intervento

Ridurre la soglia di investimento minimo, eliminare il numero massimo di partecipanti e ridenominare la categoria

Al fine di garantire ai fondi speculativi italiani il mantenimento, a livello europeo, di quel vantaggio competitivo di cui hanno goduto al momento della loro nascita, si potrebbe:

- per quanto attiene ai fondi a “gestore unico”:
 - eliminare il numero massimo di partecipanti al fondo, attualmente pari a 200 unità;
 - ridurre la soglia di investimento minima da 500 a 250 mila euro.
- per quanto attiene ai fondi di fondi, oltre a eliminare il numero massimo di partecipanti, prevedere che, ove investano almeno il 90 per cento delle loro attività in altri fondi e rispettino determinate norme prudenziali (limiti di frazionamento del rischio e di leva finanziaria, requisiti riferiti alla periodicità di calcolo del NAV e della rimborsabilità delle quote dei fondi target⁴⁹), abbiano un limite di investimento minimo di 25 mila euro e possano essere oggetto di sollecitazione all’investimento.
I fondi della specie che non rispettino tali limitazioni verrebbero assimilati ai fondi speculativi a “gestore unico”;
- ridenominare la categoria da “fondi speculativi” a “fondi alternativi”.

Le modifiche sono realizzabili attraverso disposizioni di normativa secondaria, che potrebbero essere emanate dal Ministro dell’Economia e delle finanze. La definizione dei requisiti prudenziali potrebbe essere demandata alla Banca d’Italia.

7.3 COORDINAMENTO TRA AUTORITÀ PUBBLICHE E INDUSTRIA

L’elevata articolazione dei processi decisionali in sede comunitaria, la stretta interdipendenza ormai consolidatasi tra i settori bancario, mobiliare e assicurativo nel sistema finanziario, nonché la necessità – sempre più frequente – di definire linee di intervento in tempi rapidi, richiedono efficaci forme di coordinamento tra l’autorità di governo, le autorità di vigilanza e l’industria.

Tale esigenza è particolarmente sentita nei lavori che si svolgono nelle sedi internazionali, ove per meglio rappresentare, secondo i rispettivi ruoli e competenze, le posizioni nazionali è necessario disporre di una visione integrata e completa della situazione italiana.

⁴⁹ Ad esempio, potrebbe essere previsto che: l’investimento in un singolo fondo non può essere superiore ad una limitata frazione del totale delle attività del fondo di fondi; la leva del fondo di fondi non può essere superiore al 120 per cento del patrimonio netto; la frequenza del calcolo del valore delle quote dei fondi target deve essere coerente con quella del fondo di fondi; la periodicità di rimborso delle quote dei fondi in portafoglio deve essere coerente con quella del fondo di fondi; i fondi target devono essere sottoposti a idonee forme di audit esterno.

Linee di intervento

Costituzione di comitati
tecnici su tematiche
strategiche

internazionali.

Sulle tematiche di particolare rilievo strategico per l'industria nazionale è necessario rafforzare le forme di collaborazione tra autorità e operatori del mercato (anche attraverso la previsione di apposite sedi di consultazione), al fine di definire le esigenze nazionali da rappresentare nei contesti

8 CONCLUSIONI

Dopo essere cresciuti a un ritmo molto sostenuto nella seconda metà degli anni novanta, dall'inizio di questo decennio i fondi comuni italiani hanno registrato un persistente deflusso netto di risparmio: tra il 2000 e il 2007 i riscatti di quote hanno sopravanzato le sottoscrizioni per 153 miliardi, restando cospicui anche nei primi mesi del 2008; il patrimonio gestito si è nel complesso ridotto di oltre un terzo. L'ampia contrazione dei fondi comuni italiani è stata solo in parte compensata dalla crescente diffusione nel nostro Paese di fondi comuni esteri.

Il ridimensionamento del settore è un caso unico tra i principali paesi europei. La quota di mercato dei fondi comuni di diritto italiano in Europa è scesa dal 12 al 4 per cento. Nel portafoglio delle famiglie italiane tra il 2000 e il 2006 il peso dei fondi comuni (italiani ed esteri) si è ridotto di quasi 9 punti percentuali, all'8 per cento; sono nel contempo aumentati i pesi delle polizze assicurative e della raccolta bancaria (di circa 6 e 3 punti percentuali, rispettivamente).

Numerosi sono i fattori che hanno contribuito alla crisi del settore: asimmetrie regolamentari in materia di trasparenza e di regole di comportamento dei soggetti collocatori, che svantaggiano i fondi comuni rispetto, principalmente, alle polizze assicurativo-finanziarie e alle obbligazioni bancarie; l'assetto dell'industria, imperniato sull'integrazione verticale tra produzione e distribuzione, in cui le reti bancarie e assicurative svolgono un ruolo dominante in forza del fatto che esse sono il canale pressoché esclusivo per la vendita al pubblico di prodotti finanziari; infine, un regime fiscale che penalizza i fondi italiani rispetto a quelli esteri. Queste caratteristiche dell'industria italiana del risparmio gestito, unitamente alla scarsa assistenza fornita ai clienti nelle scelte di investimento, hanno fatto sì che, da un lato, le SGR non abbiano avuto incentivi a innovare e migliorare i prodotti, dall'altro, la distribuzione abbia privilegiato prodotti meno trasparenti, che richiedono un minore impegno di gestione post-vendita nelle relazioni con i clienti.

Tale scenario rende necessari interventi incisivi e tempestivi da parte sia delle Autorità di settore sia delle società di gestione del risparmio e dei relativi gruppi di appartenenza. Possono essere individuate diverse linee di azione (un riassunto schematico è riportato nell'Allegato 1).

Alle Autorità (Ministero dell'economia e delle finanze, Banca d'Italia, Consob) spetta il compito di intervenire per definire un quadro normativo che favorisca la competizione tra gli strumenti finanziari in un quadro di rafforzate tutele per la clientela. È necessario assicurare, nel mercato nazionale così come in quello comunitario, pari condizioni competitive tra i diversi strumenti finanziari, rimuovendo le asimmetrie fiscali e regolamentari che penalizzano i fondi comuni italiani. Più in generale, il sistema degli incentivi dovrebbe incoraggiare l'investimento del risparmio a lungo termine, anche previdenziale.

È compito delle SGR e dei loro gruppi di appartenenza formulare chiare scelte strategiche in grado di offrire servizi di gestione qualificati e competitivi. Deve essere potenziata l'assistenza ai clienti nelle scelte di investimento, indirizzandoli verso i prodotti maggiormente adatti alle loro caratteristiche; vanno forniti servizi di consulenza non limitati ai prodotti del gruppo. I canali distributivi devono orientarsi verso strutture aperte; vanno potenziate modalità di collocamento che consentano di ridurre i costi di distribuzione. Va favorita l'autonomia delle SGR, cui devono essere destinate risorse sufficienti per l'innovazione di prodotto.

Affinché gli interventi delineati abbiano la massima efficacia e, allo stesso tempo, non comportino eccessivi oneri per gli intermediari, è opportuno che le misure proposte nascano da una stretta integrazione tra forme di autoregolamentazione, definite dall'industria, e azione delle autorità. A tal fine, dovrebbero essere elaborate da parte dell'industria linee di politica aziendale e/o codici di autodisciplina

in materia di consulenza, di assistenza alla vendita di strumenti finanziari e di *governance* delle SGR. Le autorità potrebbero verificare tali *policy* e codici e riconoscerli come adeguati ai fini del rispetto della normativa.

Nell'ambito delle linee di *policy* elaborate dall'industria dovrebbe essere indicata la tempistica per la realizzazione degli adeguamenti organizzativi e per l'adozione delle conseguenti misure procedurali, che dovrebbero poter essere attuati con la necessaria gradualità per consentire un ordinato passaggio al nuovo assetto.

ALLEGATO 1 – TAVOLA RIASSUNTIVA DELLE PROPOSTE DI INTERVENTO

ASIMMETRIE REGOLAMENTARI IN MATERIA DI TRASPARENZA		
<u>Interventi</u>	<u>Competenza</u>	<u>Tempi di realizzazione</u>
<p><u>TRASPARENZA OBBLIGAZIONI BANCARIE E PRODOTTI ASSICURATIVO-FINANZIARI</u></p> <p>Interventi regolamentari di “livello 3” nazionale interpretativi delle disposizioni Consob in materia, volti a ridurre il gap informativo esistente.</p> <p>In particolare, andrebbe richiesto agli intermediari distributori di fornire maggiori informazioni ai sottoscrittori di tali prodotti, sia al momento della sottoscrizione sia durante la vita del titolo ⁽⁵⁰⁾.</p> <p>Traduzione da parte degli intermediari di tali linee interpretative in prassi operative.</p>	<p>Consob (attività in corso per quanto concerne i titoli illiquidi)</p> <p>Autoregolamentazione</p>	<p>Dicembre 2008</p> <p>Dicembre 2008</p>
<p><u>AGENTI E BROKER ASSICURATIVI</u></p> <p>Iniziative legislative per estendere le disposizioni del TUF in materia di regole di comportamento agli agenti e ai broker assicurativi che collocano polizze assicurativo-finanziarie.</p>	<p>Ministero dell’Economia ⁽⁵¹⁾</p>	
<p><u>REGOLAMENTAZIONE INTERNAZIONALE</u></p> <p>Omogeneizzazione della regolamentazione internazionale relativa alle varie tipologie di prodotti finanziari. Convergenza delle prassi regolamentari dei paesi comunitari.</p>	<p>Ministero dell’Economia, Banca d’Italia, Consob, Industria</p>	<p>Dipendono dall’evoluzione dei lavori comunitari</p>
PROBLEMATICHE DELLA DISTRIBUZIONE		
<u>Interventi</u>	<u>Competenza</u>	<u>Tempi di realizzazione</u>
<p><u>CONSULENTI FINANZIARI</u></p> <p>Definire rigorosi criteri di indipendenza per i consulenti finanziari persone fisiche e intermediari.</p> <p>Consentire ai consulenti persone fisiche di offrire il servizio di esecuzione degli ordini per conto della clientela.</p>	<p>Ministero dell’Economia Autoregolamentazione</p> <p>Ministero dell’Economia ⁽⁵²⁾</p>	<p>Ottobre 2008</p>
<p><u>POTENZIARE CONSULENZA E ASSISTENZA</u></p> <p>Accrescere l’assistenza ai clienti.</p>		<p>Dicembre 2008</p>

⁵⁰ In particolare, per le obbligazioni bancarie, in sede di sottoscrizione, andrebbero indicati: il costo complessivo del prodotto, il livello di rischio dell’investimento anche in ipotesi di andamenti negativi di mercato, l’effettiva liquidabilità dello stesso; nel continuo, l’informativa dovrebbe riguardare: l’andamento dell’investimento al suo *fair value* e il *total expenses ratio* del prodotto. Per le polizze assicurativo-finanziarie, va incrementata l’informativa, sia ex ante sia nel continuo, circa la liquidità del prodotto.

⁵¹ E’ necessario modificare il TUF.

⁵² E’ necessario modificare il TUF.

delle imprese in azioni alle quote di partecipazione nei fondi azionari ⁽⁵⁵⁾ .		
<u>INVESTIMENTI DI LUNGO PERIODO</u> Introdurre un regime fiscale che incentivi una corretta allocazione del risparmio delle famiglie, favorendo un allungamento dell'orizzonte temporale e un'adeguata diversificazione degli investimenti.	Ministero dell'Economia	Al più presto
ALTRE AREE DI INTERVENTO		
<u>Linee di intervento</u>	<u>Competenza</u>	<u>Tempi di realizzazione</u>
<u>MODIFICHE DELLA NORMATIVA COMUNITARIA</u> Sostenere nelle sedi comunitarie le iniziative volte a: - estendere la portata del "passaporto" delle SGR, consentendo la costituzione di fondi in altri paesi; - facilitare le fusioni di fondi comuni a livello transfrontaliero; - costituzione di <i>master/feeder funds</i> .	Ministero dell'Economia, Banca d'Italia, Consob, Industria	Dipendono dall'evoluzione dei lavori comunitari
<u>FONDI SPECULATIVI</u> Fondi a "gestore unico": • eliminare il numero massimo di partecipanti ⁽⁵⁷⁾ ; • ridurre la soglia di investimento minima da 500 a 250 mila euro. Fondi di fondi: • eliminare il numero massimo di partecipanti ⁽⁵⁸⁾ ; • ridurre a 25 mila euro la soglia di investimento minima dei fondi che investono almeno il 90 per cento delle loro attività in altri fondi e rispettano determinate norme prudenziali ⁽⁵⁹⁾ . I fondi della specie che non rispettano tali limitazioni verrebbero assimilati ai fondi speculativi a "gestore unico". Ridenominare la categoria da "fondi speculativi" a "fondi alternativi"	Ministero dell'Economia	Dicembre 2008
<u>COORDINAMENTO TRA AUTORITA' E INDUSTRIA</u> Costituzione di comitati tecnici composti da autorità e operatori del mercato per esaminare le tematiche di particolare rilievo strategico.	Ministero dell'Economia, Banca d'Italia, Consob, Industria	Settembre 2008

⁵⁵ Contestualmente è necessario definire le caratteristiche che i fondi devono possedere per l'applicazione di tale regime.

⁵⁶ E' necessaria modifica legislativa.

⁵⁷ Il limite è attualmente pari a 200 unità.

⁵⁸ Il limite è attualmente pari a 200 unità.

⁵⁹ Limiti di frazionamento del rischio e di leva finanziaria, requisiti riferiti alla periodicità del calcolo del NAV e della rimborsabilità delle quote dei fondi target.

Riferimenti bibliografici

- Assogestioni (vari anni), *Fact Book*, Milano: Assogestioni.
- Banca d'Italia (vari anni), *Relazione annuale*, Roma: Banca d'Italia. Disponibile su Internet: www.bancaditalia.it.
- Barucci E. (2007), "Raccolta e performance dei fondi comuni di investimento in Italia", Assogestioni Working paper, n. 1.
- Beltratti A. (2008), "Gestione finanziaria e consulenza: mercato e integrazione verticale", Assogestioni Working paper, n. 3.
- Calvet L. E., J. Y. Campbell, P. Sodini (2007), "Down or Out: Assessing the Welfare Costs of Household Investment Mistakes", *Journal of Political Economy*, vol. 115, pp. 707-747.
- Campbell J. Y. (2006), "Household Finance", *Journal of Finance*, vol. LXI, pp. 1553-1604.
- Carhart M. M. (1997), "On Persistence in Mutual Fund Performance", *Journal of Finance*, vol. LII, pp. 57-82.
- Casarin R., M. Lazzarin, L. Pelizzon, D. Sartore (2005), "Relative Benchmark Rating and Persistence Analysis: Evidence from Italian Equity funds", *The European Journal of Finance*, vol. 11, pp. 297-308.
- Cesari R., F. Panetta (2002), "The performance of Italian equity funds", *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, pp. 99-126.
- Cesari R., G. Grande, F. Panetta (2007), "La previdenza complementare in Italia: caratteristiche, sviluppo e opportunità per i lavoratori", Mefop Working paper, n. 16 (versione in inglese di prossima pubblicazione su *Giornale degli Economisti*).
- Consob (vari anni), *Relazione annuale*, Roma: Consob. Disponibile su Internet: www.consob.it.
- CRA International (2006), *Potential cost savings in a fully integrated European investment fund market*, Rapporto preparato per la Commissione europea, Londra e Bruxelles: CRA International.
- De Rossi F. M., D. Gariboldi, G. Leggieri, A. Russo (2008), "Il marketing dei fondi comuni italiani. Modelli organizzativi, costi, andamento e nuove prospettive conseguenti all'introduzione della MiFID nell'ottica della vigilanza", Consob - Quaderni di Finanza, n. 61.
- Di Cesare A. (2003), "La valutazione della performance dei fondi obbligazionari italiani", mimeo, Banca d'Italia.
- Elton E. J., Gruber M. J., Blake C. R. (1995), "Fundamental Economic Variables, Expected Returns, and Bond Fund Performance", *Journal of Finance*, vol. L, pp. 1229-1256.
- Fletcher J., A. Marshall (2005), "An Empirical Examination of U.K. International Unit Trust Performance", *Journal of Financial Services Research*, vol. 27, pp. 183-206.
- Friesen G. C., T. R. A. Sapp (2007), "Mutual fund flows and investor returns: An empirical examination of fund investor timing ability", *Journal of Banking & Finance*, vol. 31, pp. 2796-2816.
- Gualtieri P. (2006), *I fondi comuni di investimento in Italia*, Bologna: Il Mulino.
- Guiso L., M. Haliassos, T. Jappelli (2002a), "Introduction", in Guiso L., M. Haliassos, T. Jappelli (eds.), *Household Portfolios*, Cambridge, MA: The MIT Press.
- Guiso L., M. Haliassos, T. Jappelli (2002b), "Stockholding: A European Comparison", in Guiso L., M. Haliassos, T. Jappelli (eds.), *Stockholding in Europe*, New York, NY: Palgrave MacMillan.
- Guiso L., T. Jappelli (2002), "Household Portfolios in Italy", in Guiso L., M. Haliassos, T. Jappelli (eds.), *Household Portfolios*, Cambridge, MA: The MIT Press.
- Guiso L., T. Jappelli (2005), "Awareness and Stock Market Participation", *Review of Finance*, vol. 9, pp. 537-567.
- Jappelli T., C. Julliard, M. Pagano (2007), "Households' Portfolio Diversification", CSEF Working Paper, n. 180.
- Kosowski R., A. Timmermann, R. Wermers, H. White (2006), "Can Mutual Fund "Stars" Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis", *Journal of Finance*, vol. LXI, pp. 2551-2595.
- Lipper Feri (2007), *European Fund Market – Data Digest 2007*, Londra: Feri.
- Otten R., D. Bams (2002), "European Mutual Fund Performance", *European Financial Management*, vol. 8, pp. 75-101.
- Pelizzon L., G. Weber (2006), "Are Household Portfolios Efficient? An Analysis Conditional on Housing", Ca' Foscari University of Venice Dept. Economics Working Paper, n. 55, di prossima pubblicazione su *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Spaventa L. (2008), "Il risparmio delle famiglie in fuga dai fondi comuni di investimento", Assogestioni Working paper, n. 2.
- Wermers R. (2000), "Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock-picking talent, style, transaction costs, and expenses", *Journal of Finance*, vol. LV, pp. 1655-1703.

Elenco dei partecipanti

Coordinatore Banca d'Italia	Giovanni Carosio
Anima	Alberto Foà
Assogestioni	Marcello Messori Fabio Galli
Azimut	Pietro Giuliani
Eurizon	Francis Candylaftis
Generali	Gian Luigi Costanzo
Kairos	Paolo Basilico
Mediolanum	Edoardo Lombardi
Pioneer	Dario Frigerio
UBI Pramerica	Marco Carreri
Unifortune	Alberto Giovannini
Ministero dell'Economia e delle finanze	Giovanni Sabatini Alessandro Rivera
Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob)	Antonio Rosati Giuseppe D'Agostino
Banca d'Italia	Fabio Panetta Franco Passacantando Anna Maria Tarantola Antonio Cinque Giuseppe Grande Luca Zucchelli