



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

QUADERNI DI FINANZA

DOCUMENTI

**IL MARKETING DEI FONDI COMUNI ITALIANI
MODELLI ORGANIZZATIVI, COSTI, ANDAMENTO E
NUOVE PROSPETTIVE CONSEGUENTI ALL'INTRODUZIONE
DELLA MIFID NELL'OTTICA DELLA VIGILANZA**

F.M. DE ROSSI, D. GARIBOLDI, G. LEGGIERI, A. RUSSO

N. 61 – GENNAIO 2008

I *Quaderni di Finanza* hanno lo scopo di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati mobiliari ed alla loro regolamentazione.

Nella collana "Studi e Ricerche" vengono pubblicati i lavori di ricerca prodotti o promossi dalla Consob; nella collana "Documenti" trovano spazio gli interventi istituzionali e gli atti di convegni.

Direttore Responsabile: Alberto Aghemo
Segreteria di Redazione: Eugenia Della Libera e Francesca Tempestini

Quaderni di Finanza

Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 432 del 4-7-1990

Consob : Via G.B. Martini, 3 - 00198 Roma

Tel.: 06.8477.1 - Fax: 06.8477612

e-mail: quaderni_finanza@consob.it

IL MARKETING DEI FONDI COMUNI ITALIANI

MODELLI ORGANIZZATIVI, COSTI, ANDAMENTO E NUOVE PROSPETTIVE CONSEGUENTI ALL'INTRODUZIONE DELLA MiFID NELL'OTTICA DELLA VIGILANZA

Francesco Maria De Rossi, Daniela Gariboldi*, Gianluca Leggieri*, Antonio Russo**

ABSTRACT

Il presente lavoro è volto a contribuire al dibattito in corso sugli assetti strutturali dell'industria del risparmio gestito italiano e in particolare sull'evoluzione dei modelli distributivi dei fondi comuni alla luce delle recenti innovazioni innescate dalla MiFID. A partire dal 2003, il forte trend negativo di raccolta dei fondi comuni ha svelato alcuni elementi di debolezza propri della struttura di tale comparto dell'industria finanziaria, tra cui si distinguono la scarsa indipendenza nelle scelte strategiche, conseguente agli assetti proprietari concentrati in capo a gruppi bancari di riferimento, l'integrazione verticale di produzione e distribuzione, la ridotta capacità di innovazione. L'effetto di sostituzione di prodotti, quali le obbligazioni bancarie e le polizze assicurative a contenuto finanziario, rispetto alle forme di risparmio gestito di tipo tradizionale è stato favorito dalla forte spinta esercitata dalle reti bancarie captive, in virtù delle aggressive forme di remunerazione consentite dagli elevati costi impliciti dei menzionati prodotti alternativi. L'industria del risparmio gestito italiana ha ancora ampi margini di recupero e di sviluppo, stante l'affermarsi del nuovo quadro giuridico-economico europeo in cui le barriere all'ingresso nei mercati domestici sono progressivamente ridotte per effetto della costante opera di armonizzazione regolamentare coordinata dalla Commissione Europea. È su questo terreno che dovrebbero innestarsi le scelte operate nel breve-medio periodo dall'industria in ordine alla governance delle società di gestione e alla struttura distributiva dei fondi comuni investimento. La comprensione da parte delle Autorità di Vigilanza di settore dei possibili scenari operativi di sviluppo del mercato dal punto di vista dell'azione di vigilanza è di estrema utilità per assecondare il processo evolutivo dell'industria nella ricerca di una posizione competitiva nel mercato finanziario europeo.

* CONSOB, Divisione Intermediari. Gli autori ringraziano Renato Grasso, Antonino Colombo ed Emma Rita Iannaccone per gli utili commenti e suggerimenti. Le opinioni espresse nel lavoro sono personali e non impegnano in alcun modo l'Istituzione d'appartenenza.

Lo sviluppo di uno scenario competitivo, caratterizzato da un'offerta di prodotti e servizi ampia e diversificata, risulta premessa indispensabile per creare le condizioni di mercato atte a soddisfare pienamente le differenti esigenze della clientela. Un primo passo in tal senso potrebbe essere compiuto attraverso l'eliminazione di alcune imperfezioni "normative" che ostacolano il concreto sviluppo di canali distributivi indipendenti, quali le piattaforme telematiche. In particolare, il completamento del processo di dematerializzazione delle quote dei fondi comuni, ad oggi in regime di accentramento solo su base volontaria, consentirebbe la riduzione dei costi di transazione connessi alla trasferimento delle quote di fondi tra diversi intermediari, a vantaggio della contendibilità del mercato della distribuzione.

Il lavoro assume la veste di un discussion paper la cui finalità è quella di indurre elementi di riflessione circa gli sviluppi prospettici delle strategie di business del settore e raccogliere indicazioni inerenti ai costi e ai benefici connessi alla possibile dematerializzazione delle quote dei fondi.

INDICE

1. PREMESSA	1
2. ANALISI COMPARATA DEL MERCATO EUROPEO DEI FONDI COMUNI	4
2.1 TREND E STRUTTURA DEL MERCATO	4
2.2 STRUTTURA DI COSTO DEI FONDI COMUNI EUROPEI	7
2.2.1 <i>Costi di produzione</i>	8
2.2.2 <i>Costi di distribuzione</i>	13
2.2.3 <i>Costi totali</i>	20
3. LA STRUTTURA DEL SETTORE DEL RISPARMIO GESTITO IN ITALIA	22
3.1 IL MERCATO DEI FONDI COMUNI: DIMENSIONE E QUOTE DI MERCATO.....	22
3.2 IL MODELLO DI <i>GOVERNANCE</i> DELLE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO	24
3.3 IL MODELLO DISTRIBUTIVO DEI FONDI COMUNI: IL RUOLO DELLE STRUTTURE DI GRUPPO.	26
3.4 I CONDIZIONAMENTI DEL MODELLO DISTRIBUTIVO SULLA STRUTTURA DELL'OFFERTA DI FONDI COMUNI: <i>PRICING</i> E POLITICHE DI PRODOTTO.	27
3.5 IL REGIME FISCALE DEGLI OICR MOBILIARI DI DIRITTO ITALIANO.	36
4. LA RACCOLTA DEI FONDI COMUNI APERTI DI DIRITTO ITALIANO	38
4.1 LA DINAMICA DEL TREND NEGATIVO.....	38
4.2 LE POSSIBILI CAUSE.....	41
4.2.1 <i>Caratteristiche dell'offerta</i>	41
4.2.2 <i>Ulteriori considerazioni in ordine all'evoluzione dell'offerta</i>	42
4.2.3 <i>Caratteristiche della domanda</i>	45

5. EVOLUZIONE DEI MODELLI DI BUSINESS NEL MARKETING DEI FONDI: PROFILI GIURIDICI ED ECONOMICI.....	48
5.1 I PRINCIPI-GUIDA INDICATI DALLA COMMISSIONE EUROPEA CON RIGUARDO ALLA DISTRIBUZIONE DEI FONDI.....	48
5.2 MODELLI DISTRIBUTIVI DI FONDI E NORMATIVA DI RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA MiFID: VINCOLI ED OPPORTUNITÀ.....	49
5.2.1 <i>La previgente disciplina in materia di distribuzione.....</i>	49
5.2.2 <i>Graduazione degli obblighi (e delle tutele): dalla raccolta e trasmissione ordini in modalità execution only alla consulenza.....</i>	51
5.2.3 <i>I riflessi della disciplina comunitaria degli inducements: la retrocessione di commissioni.....</i>	61
5.3 EVOLUZIONE DEI MODELLI DI BUSINESS NEL MARKETING DI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO NELL'OTTICA DELLE SOCIETÀ PRODOTTO.....	66
5.3.1 <i>La distribuzione in open architecture mediante piattaforme telematiche.....</i>	69
5.3.2 <i>I casi MPS Asset Management SGR e LYXOR International AM SA.....</i>	75
6. CONCLUSIONI.....	77

1. PREMESSA

Il presente studio approfondisce le caratteristiche strutturali dell'industria del risparmio gestito italiano e l'evoluzione dei modelli distributivi dei fondi comuni alla luce delle innovazioni normative frutto del processo di riforma innescato dalla MiFID.

Al riguardo, si sottolinea che nel contesto dell'industria dei servizi finanziari il comparto dell'*asset management* (e soprattutto del servizio di gestione collettiva) merita un'attenzione particolare da parte delle Autorità di vigilanza sia con riguardo alla rilevanza che esso ha assunto per gli investitori domestici, sia con riguardo alla funzione strategica che ricopre per l'economia reale del Paese.

Il comparto ha raggiunto livelli dimensionali e qualitativi elevati, grazie anche alle favorevoli condizioni macroeconomiche realizzatesi negli anni novanta, probabilmente irripetibili (progressiva riduzione dei tassi d'interesse e spostamento verso nuove forme di investimento diverse dai titoli di Stato).

Tuttavia, dal 2003 si sta manifestando un forte *trend* negativo di raccolta, che svela gli elementi di debolezza propri della struttura del mercato del risparmio gestito italiano: scarsa indipendenza nelle scelte strategiche conseguente agli assetti proprietari concentrati in capo a gruppi bancari; integrazione verticale di produzione e distribuzione; dipendenza dalle reti di gruppo di tipo *captive*; ridotta capacità di innovazione.

L'analisi comparata con le principali economie europee mostra che la crisi non è imputabile allo strumento "fondo" (di per sé non obsoleto), ma costituisce piuttosto la risultante di anomalie tipiche del nostro sistema. La raccolta dei fondi comuni nei principali Paesi europei risulta, infatti, caratterizzata da andamenti positivi.

Il deflusso registrato nel corso degli ultimi anni ha principalmente riguardato i fondi obbligazionari che hanno mostrato risultati deludenti, costantemente inferiori ai quelli dei titoli di stato di pari durata, rispetto agli alti costi di gestione degli stessi. L'analisi comparata a livello europeo ha evidenziato che mentre i costi di produzione di un fondo sono sostanzialmente analoghi tra i diversi Stati membri, i costi di distribuzione sono marcatamente superiori alla media per l'Italia e la Spagna (3 volte quelli di produzione).

I prodotti che hanno mostrato dati di raccolta in controtendenza sono stati i fondi caratterizzati da una maggiore complessità nella gestione, quali i fondi flessibili e gli *hedge fund* (cd. fondi innovativi).

La quota investita nei fondi obbligazionari è stata riallocata in OICR di diritto estero, in strumenti finanziari succedanei ed in misura minore nei fondi innovativi. In particolare, i dati relativi alla composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane evidenziano una consistente crescita della componente rappresentata dai titoli obbligazionari bancari con scadenza superiore ad un anno (nel cui ambito rientrano anche le obbligazioni strutturate), nonché dalle polizze assicurative.

L'affermarsi di tali prodotti rispetto alle forme di risparmio gestito di tipo tradizionale è indotto dalla forte spinta esercitata dalle reti bancarie *captive*, in virtù della capacità di indirizzare le scelte del cliente *retail*, a motivo degli elevati costi impliciti che li caratterizzano volti a remunerare i distributori. La struttura di remunerazione del prodotto si atteggia a “motore” dell'agire delle reti, in un contesto di *lock-in* dei clienti.

Le scelte aziendali delle società di gestione risultano, quindi, orientate dai comportamenti delle reti distributive che, operando prevalentemente nell'ottica di massimizzare i margini di profitto nel breve periodo, tendono ad indirizzare i risparmiatori verso nuovi prodotti disegnati in base alle tendenze congiunturali del mercato.

In prospettiva, l'industria del risparmio gestito italiana ha, tuttavia, ancora margini di recupero e di ulteriore sviluppo, che potranno essere favoriti, in particolar modo, dal delinarsi ed affermarsi di un nuovo quadro (giuridico-economico) europeo, in cui le barriere di ingresso ai mercati nazionali vengano progressivamente a ridursi per effetto della costante opera di armonizzazione coordinata dalla Commissione Europea.

L'apertura dei mercati di riferimento, operata attraverso l'emanazione delle direttive relative al settore finanziario (in particolare, Direttive MiFID, UCITS, Prospetto) e della regolamentazione nazionale di implementazione, è destinata a mutare radicalmente lo scenario competitivo del settore dei fondi comuni di investimento.

Su questo terreno dovrebbero innestarsi le scelte operate nel breve-medio periodo dall'industria in ordine alla *governance* delle società di gestione e alla struttura distributiva dei fondi comuni di investimento. Tali scelte hanno, infatti, un rilevante impatto sulle modalità operative degli intermediari gestori e sui modelli relazionali con gli investitori e, mediamente, assumono una valenza decisiva per il raggiungimento di maggiori livelli di efficienza del sistema italiano nel suo complesso.

Si sottolinea, infine, che la comprensione da parte della Consob dei possibili scenari operativi di sviluppo del mercato dal punto di vista dell'azione di vigilanza è di estrema utilità per assecondare il processo evolutivo dell'industria nella ricerca di una posizione competitiva nel mercato finanziario europeo. Un processo di cambiamento condiviso

risulta inoltre opportuno per ridurre i rischi di comportamenti da parte degli intermediari mobiliari non pienamente aderenti ai principi di trasparenza e correttezza.

In tale ambito, l'intervento dell'autorità di vigilanza diretto a favorire lo sviluppo di uno scenario competitivo, caratterizzato da un'offerta di prodotti e servizi ampia e diversificata, risulta premessa indispensabile per creare le condizioni di mercato atte a soddisfare pienamente le differenti esigenze della clientela.

Un primo passo in tal senso potrebbe essere compiuto attraverso l'eliminazione di alcune imperfezioni "normative" che ostacolano il concreto sviluppo di canali distributivi indipendenti, quali le piattaforme telematiche.

Il lavoro assume la veste di un *discussion paper* la cui finalità è quella di indurre elementi di riflessione circa gli sviluppi prospettici delle strategie di business del settore e raccogliere indicazioni inerenti ai costi e ai benefici connessi alla possibile dematerializzazione delle quote dei fondi.

* * *

Nei prossimi paragrafi si fornirà un quadro della struttura del mercato europeo del risparmio gestito (§ 2), della struttura specifica del mercato italiano (§ 3), dell'andamento della raccolta dei fondi comuni in Italia con particolare riferimento all'individuazione delle cause sottostanti al *trend* negativo che ha caratterizzato gli ultimi anni (§ 4), delle possibili linee evolutive dell'assetto dei sistemi di distribuzione, descrivendo nel dettaglio i principi-guida indicati dalla Commissione Europea con riguardo alla distribuzione dei fondi (§ 5.1) ed i vincoli e le opportunità nei modelli distributivi dei fondi in conseguenza del recepimento della direttiva MiFID (§ 5.2), per poi esporre brevi riflessioni conclusive (§ 6).

2. ANALISI COMPARATA DEL MERCATO EUROPEO DEI FONDI COMUNI

Nel presente paragrafo viene rappresentata la struttura del mercato europeo del risparmio gestito con un dettaglio della struttura dei costi che incidono sui fondi comuni di investimento di tipo aperto, allo scopo di evidenziare le differenze e le similitudini rispetto all'industria italiana.

L'analisi è stata condotta facendo riferimento ai risultati di due "ricerche", commissionate dalla "DG Internal Market" della Commissione Europea, realizzate da due società di consulenza indipendenti: Oxera² e CRA International³.

Ulteriori informazioni sono state reperite dalle statistiche pubblicate dall'associazione europea delle società di gestione del risparmio (EFAMA – European Fund and Asset Management Association).

Si rappresenta, infine, che l'approfondimento sulla struttura dei costi dei prodotti è stato concentrato su 10 Paesi della Comunità Europea, che complessivamente rappresentano circa il 90% del patrimonio gestito in Europa: Belgio, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Polonia, Spagna, Svezia e Regno Unito.

2.1 Trend e struttura del mercato

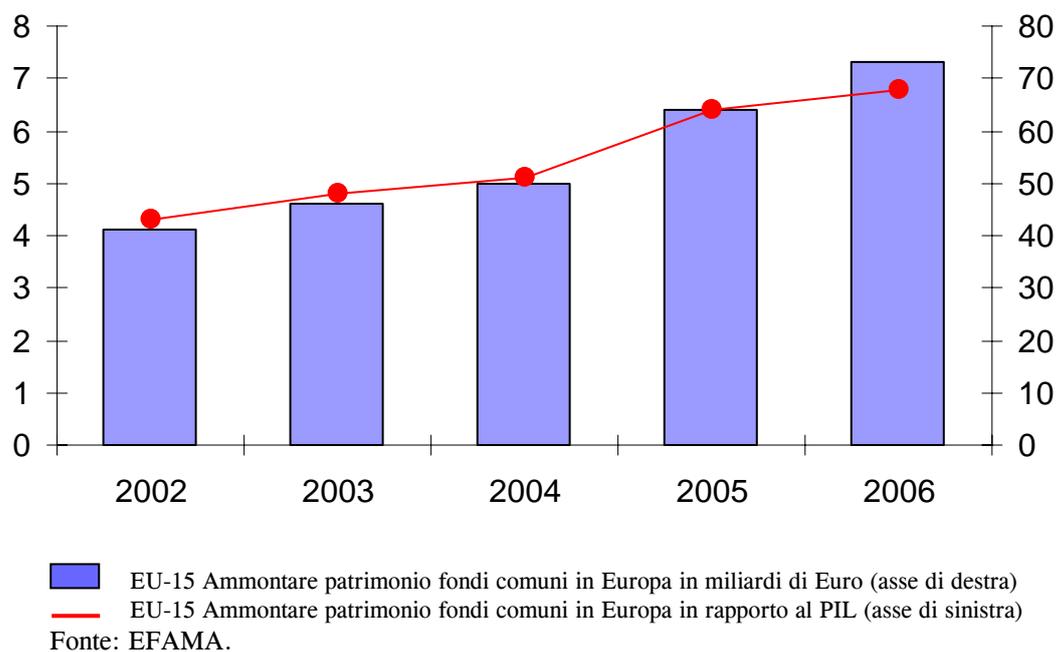
L'industria europea del risparmio gestito ha registrato nell'anno 2006 un aumento delle masse gestite pari a 980 miliardi di Euro giungendo ad un nuovo massimo di 7.574 miliardi di Euro, con una raccolta netta pari a 530 miliardi. Ciò significa che il 54% della crescita è attribuibile alla raccolta, mentre la parte restante all'apprezzamento del mercato.

L'ulteriore crescita registrata nel 2006 ha portato il rapporto tra patrimoni gestiti dall'industria ed il P.I.L. dell'Unione Europea (EU-15), dal 44% del 2002 al 68% del 2006.

² Nata nel 1982, la Oxford Economic Research Associates (Oxera) è una primaria società di consulenza indipendente europea in economia. La società, inizialmente sviluppatasi durante il periodo delle privatizzazioni dell'industria del Regno Unito, offre attualmente servizi di consulenza per primari operatori privati e sovranazionali.

³ Fondata nel 1965, CRA International è una società quotata sul NASDAQ che offre servizi di consulenza economica finanziaria e manageriali. La società ha sede principale in Boston e circa 12 uffici negli Stati Uniti, 9 in Canada e altri uffici in Europa e in regioni del Pacifico.

Figura 1: Andamento dell'industria del risparmio gestito in Europa.



Tre Stati membri dell'UE – Lussemburgo (24,40%), Francia (19,7) e Germania (13,4%) – hanno una quota di mercato complessivamente pari al 57,5%, con il Regno Unito, l'Irlanda e l'Italia con quote di mercato superiori al 5%.

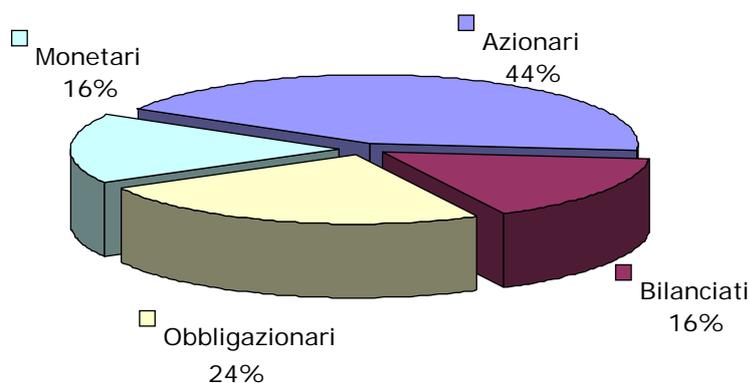
Tav.1 – Patrimonio dell'industria europea del risparmio gestito anni 2005/2006

Paese	31/12/2006		31/12/2005		variazione % annua (06/05)
	€ mln	quota mkt	€ mln	quota mkt	
Austria	168.876	2,20%	156.703	2,38%	7,77%
Belgium	127.920	1,70%	116.239	1,76%	10,05%
Czech Republic	5.693	0,10%	4.661	0,07%	22,14%
Denmark	122.565	1,60%	106.434	1,61%	15,16%
Finland	60.932	0,80%	44.668	0,68%	36,41%
France	1.494.400	19,70%	1.271.200	19,28%	17,56%
Germany	1.017.699	13,40%	967.185	14,67%	5,22%
Greece	24.822	0,30%	28.299	0,43%	-12,29%
Hungary	9.040	0,10%	7.757	0,12%	16,54%
Ireland	717.718	9,50%	584.505	8,86%	22,79%
Italy	383.435	5,10%	413.554	6,27%	-7,28%
Liechtenstein	14.920	0,20%	13.215	0,20%	12,90%
Luxembourg	1.844.850	24,40%	1.525.213	23,13%	20,96%
Netherlands	101.793	1,30%	95.765	1,45%	6,29%
Norway	41.052	0,50%	34.006	0,52%	20,72%
Poland	25.800	0,30%	15.876	0,24%	62,51%
Portugal	38.895	0,50%	36.451	0,55%	6,71%
Slovakia	3.073	0,04%	3.294	0,05%	-6,70%
Spain	287.793	3,80%	275.073	4,17%	4,62%
Sweden	140.835	1,90%	112.584	1,71%	25,09%
Switzerland	151.668	2,00%	116.705	1,77%	29,96%
Turkey	13.430	0,20%	20.200	0,31%	-33,51%
United Kingdom	776.650	10,30%	644.458	9,77%	20,51%
All Funds	7.573.859	100,00%	6.594.043	100,00%	14,90%
UCITS	5.974.126	78,90%	5.189.338	78,70%	15,10%
Non-UCITS	1.599.732	21,10%	1.404.705	21,30%	13,90%

Fonte: EFAMA.

I fondi azionari sono aumentati del 21%, mentre i fondi bilanciati hanno registrato una crescita del 26%. Complessivamente, i fondi azionari e i fondi bilanciati ammontano al 56% del mercato. I fondi obbligazionari sono aumentati del 4%, mentre i fondi monetari sono rimasti allo stesso livello del 2005.

Figura 2: Composizione dei fondi comuni in Europa.



Fonte: EFAMA.

2.2 Struttura di costo dei fondi comuni europei

L'analisi comparata della struttura dei costi dei fondi comuni europei è stata effettuata facendo riferimento alla seguente articolazione:

- COSTI DI PRODUZIONE:
 - costi connessi alla regolamentazione: autorizzazione e notifica, *compliance*, tassazione, documentazione d'offerta, ecc;
 - costi amministrativi del fondo;
 - costi amministrativi relativi ai rapporti con la clientela;
 - costi di gestione;
- COSTI DI DISTRIBUZIONE.

Ognuno degli elementi che compongono la struttura complessiva dei costi di un fondo comune è stata analizzata attraverso la comparazione tra le principali categorie di fondi (azionari, bilanciati, obbligazionari e monetari), nonché mediante un confronto con i principali Paesi europei. L'analisi è stata effettuata, dalle società di consulenza indicate, sia mediante il ricorso alle informazioni contabili pubblicamente disponibili, sia mediante interviste fatte alle autorità di vigilanza e a un campione rappresentativo di società di gestione.

Di seguito si riportano in sintesi le principali conclusioni che si possono ricavare dall'indagine in parola, con l'evidenza delle peculiarità del mercato italiano rispetto al resto d'Europa.

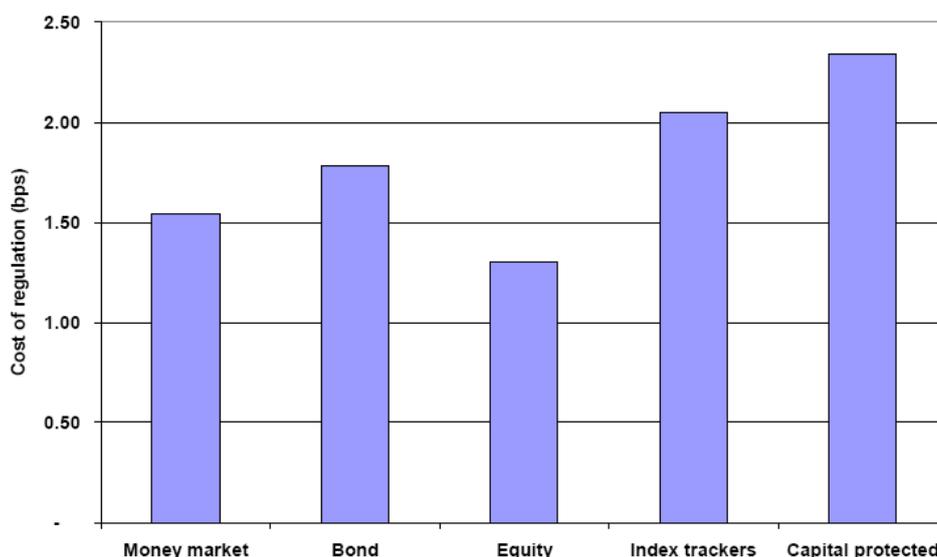
2.2.1 Costi di produzione

I “costi della regolamentazione” sono stati misurati facendo riferimento ai contributi di vigilanza che le società di gestione devono direttamente versare alle autorità competenti (laddove previsti) ed ai costi connessi all’impiego di personale interno o ai servizi di consulenza legale sostenuti per gli adempimenti inerenti ai procedimenti amministrativi di vigilanza.

Tali costi incidono in misura poco significativa sui patrimoni dei fondi, con un peso medio inferiore allo 0,025% del patrimonio (equivalenti a 2,5 *basis point*).

Le differenze rilevabili tra le tipologie di fondi è imputabile alla dimensione media dei fondi, data la natura di costi fissi dei “costi della regolamentazione” (cfr. Figura 3).

Figura 3: Costi della regolamentazione per tipologia di fondi in basis point.

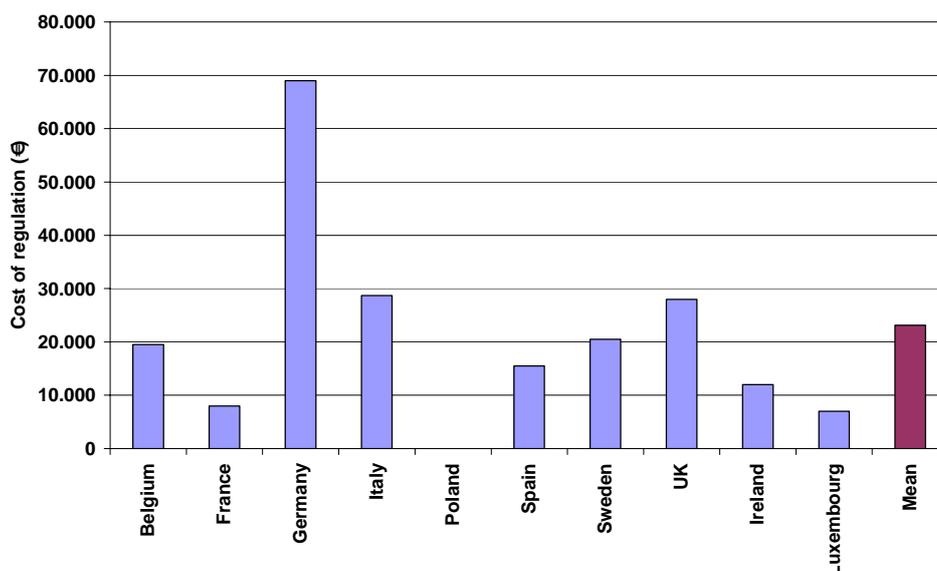


Fonte: CRA International.

Per quanto concerne il differente articolarsi dei costi della regolamentazione nei diversi Paesi europei, si evidenzia che la variabile di maggiore rilievo è rappresentata dal regime fiscale. Molte società di gestione intervistate hanno affermato che la scelta di domiciliare i fondi in Irlanda e in Lussemburgo è principalmente dovuta ai vantaggi derivanti da una tassazione più favorevole.

Come è possibile rilevare dalla successiva Figura 4, in tutti i Paesi in esame i “costi della regolamentazione” non superano in media i 30.000 Euro annui per fondo, ad eccezione della Germania che con 70.000 Euro risulta il Paese più oneroso. L’Italia presenta costi più elevati del mercato europeo, se si esclude l’*outlier* Germania.

Figura 4: Costi della regolamentazione per Paese (Euro per fondo per anno).



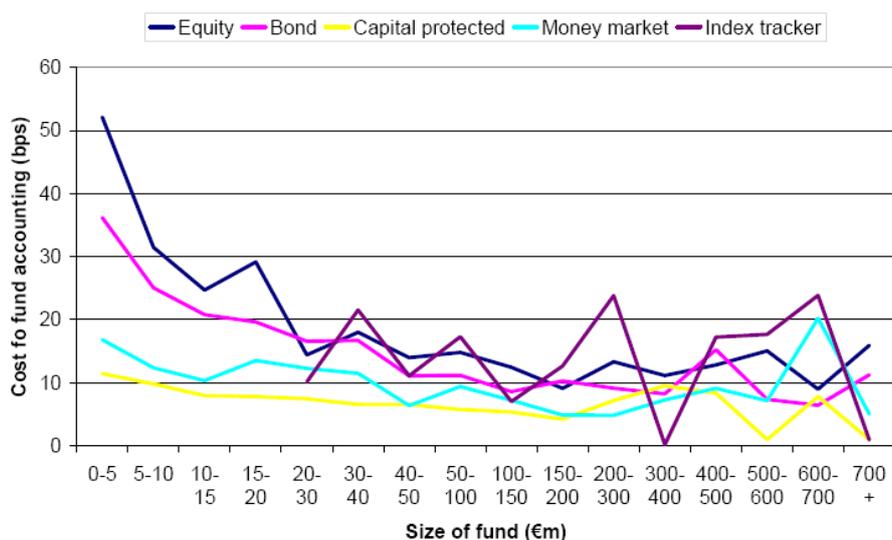
Fonte: CRA International.

* I dati relativi alla Polonia non sono riportati in quanto non attendibili.

I “costi amministrativi del fondo” comprendono i costi connessi alla valorizzazione del fondo, al calcolo del valore della quota, i costi della revisione e i costi di custodia (in Italia identificabili nei costi per l’espletamento delle funzioni di banca depositaria).

Tra i costi amministrativi, quelli connessi alla tenuta della contabilità (valorizzazione e calcolo del NAV) evidenziano significative economie di scala. Alcune società che offrono servizi in *outsourcing* ai gestori hanno, infatti, affermato che i costi per la tenuta della contabilità di un fondo di grandi dimensioni (con circa 250 milioni di Euro) è pari a circa al 25% del totale dei costi sostenuti da un fondo di 70 milioni di Euro (cfr. Figura 5).

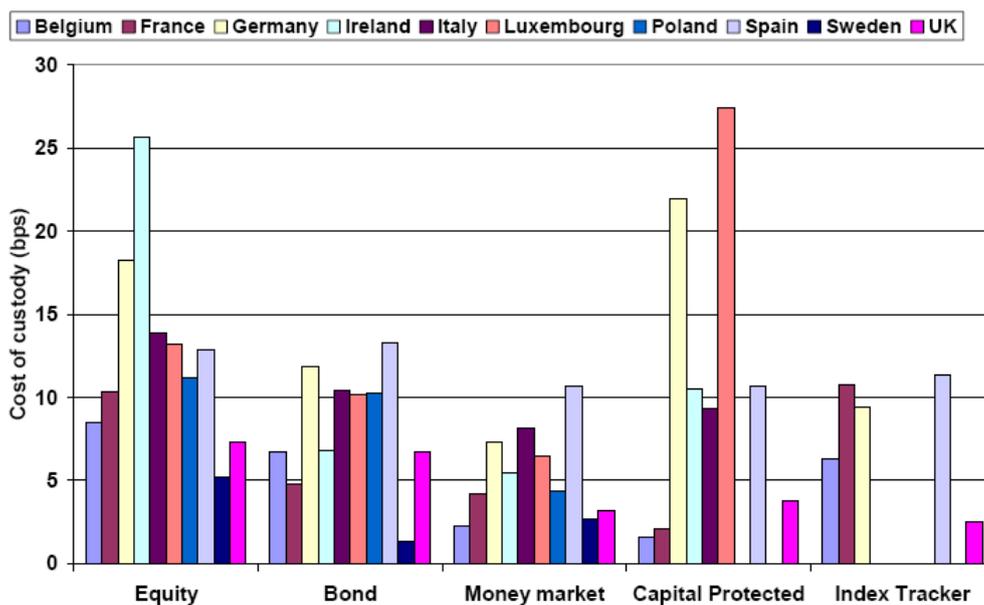
Figura 5: Costi connessi alla contabilità per tipologia di fondi.



Fonte: Elaborazione CRA International su dati Fitzrovia.

I costi di custodia si differenziano in maniera significativa tra i vari Paesi, con l'Italia posizionata sopra la media. Le differenze nei costi sono direttamente imputabili alla domiciliazione del fondo, in quanto la regolamentazione della maggioranza dei Paesi considerati prevede che il depositario debba avere lo stesso domicilio del fondo.

Figura 6: Costi di custodia per tipologia e domicilio dei fondi.



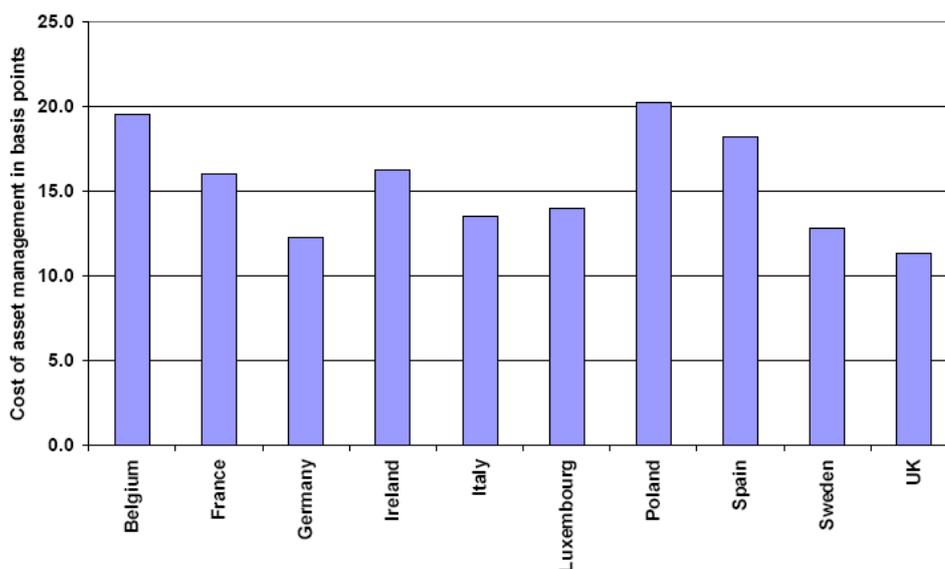
Fonte: Elaborazione CRA International su dati Fitzrovia.

La misura dei “costi amministrativi relativi ai rapporti con la clientela” - rappresentati dai costi connessi al registro dei sottoscrittori, alla gestione dei flussi finanziari, all’acquisto delle quote e servizi resi ai clienti, ad esempio nei casi di reinvestimento dei dividendi distribuiti – dipende dai modelli organizzativi utilizzati nei diversi Paesi: ad esempio, nei Paesi dove è diffuso il ricorso al “*nominee*” (sottoscrizione effettuata dal distributore in nome e per conto dei clienti) si realizzano risparmi di costo per la maggiore semplicità nella gestione delle informazioni. In relazione a tale tipologia di costi l’Italia, dove risulta particolarmente diffuso il ricorso al *nominee*, presenta valori al disotto della media.

I “costi di gestione” sono quelli direttamente imputabili all’attività di gestione: ricerca ed elaborazione delle informazioni, gestione della liquidità, formulazione delle decisioni strategiche e tattiche, realizzazione degli investimenti, monitoraggio dei patrimoni, eventuali garanzie rilasciate a favore dei fondi.

In relazione a tale tipologia di costi si osserva che le *management fee*, espresse in percentuale dei patrimoni gestiti, vengono generalmente applicate in maniera crescente a seconda della complessità dei prodotti. I fondi azionari subiscono le commissioni più elevate in quanto la gestione di portafogli azionari è generalmente considerata più complessa. L’analisi comparata per Paese evidenzia una sostanziale omogeneità nella misura di tali costi (al massimo pari allo 0,20% rispetto alla massa gestita), a conferma dell’internazionalizzazione del mercato del risparmio gestito.

Figura 7: Costi di gestione per Paese in basis point.

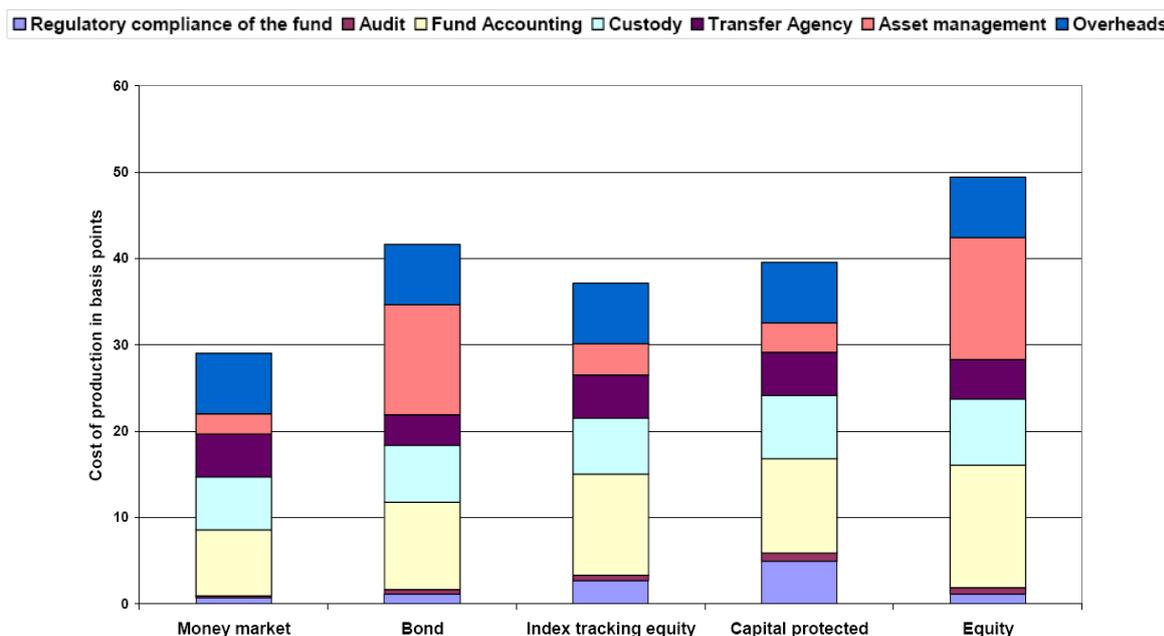


Fonte: CRA International.

Sommando le singole componenti dei costi di produzione si giunge alla determinazione del costo complessivo per la produzione di un fondo comune. Il risultato conferma la tendenza a riconoscere i fondi azionari come i più costosi e i fondi monetari più economici. Si sottolinea, tuttavia, che a livello europeo il “costo di produzione” rimane in ogni caso particolarmente basso con un massimo dello 0,5% ascrivibile ai fondi azionari. Come è possibile verificare dalla Figura 8, i costi dei fondi a gestione cd. attiva non risultano molto lontani dai fondi indicizzati.

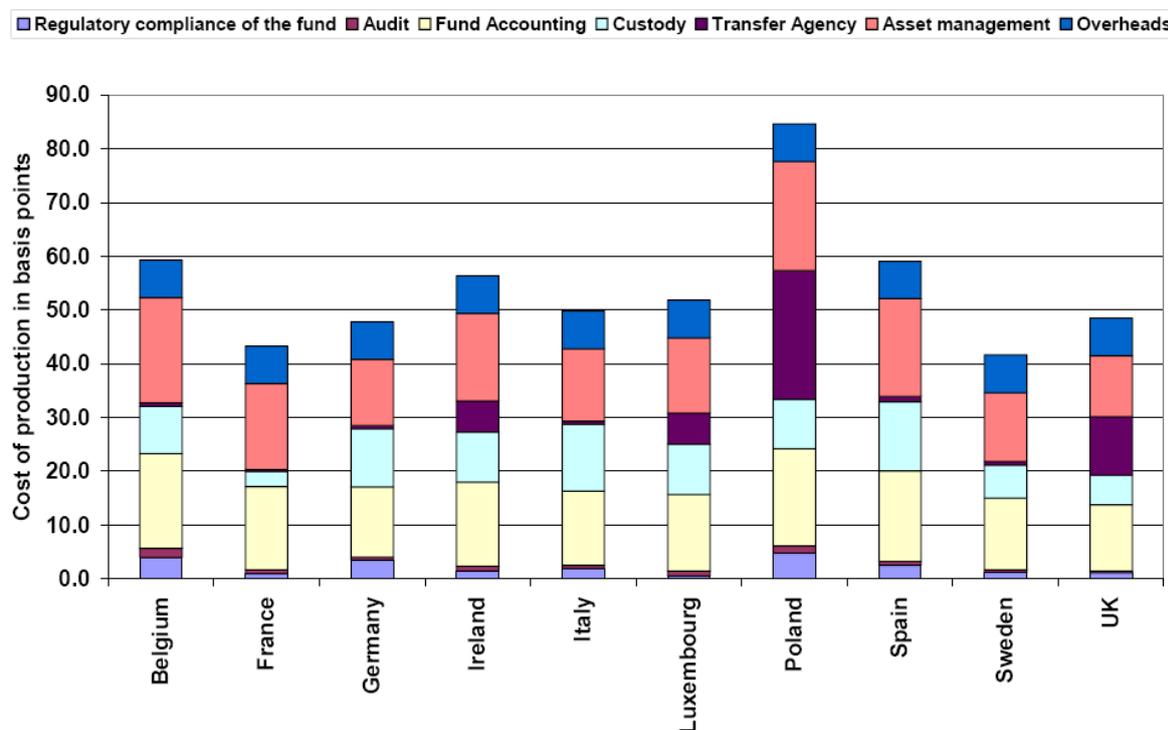
Guardando alle differenze tra i vari Paesi europei, si evidenzia che l’incidenza dei costi di produzione sul patrimonio medio di tutti i fondi azionari presenta un buon grado di omogeneità tra i Paesi considerati, con valori che si attestano tra lo 0,4% (40 *basis point*) e lo 0,6% (60 *basis point*) del patrimonio dei fondi. Unica eccezione è rappresentata dalla Polonia che presenta un costo di produzione pari a 0,8% (80 *basis point*) a causa degli elevati costi amministrativi della clientela (*Transfer Agency*).

Figura 8: Costi di produzione per tipologia di prodotti.



Fonte: CRA International.

Figura 9: Confronto dei costi totali di produzione tra Paesi membri per i fondi azionari sulla base del patrimonio medio dei fondi.



Fonte: CRA International.

2.2.2 Costi di distribuzione

I costi di distribuzione sono riferibili a diverse attività connesse in senso lato all'attività di vendita dei prodotti-fondi. Si fa riferimento, ad esempio, all'attività di studio di nuovi prodotti, alle attività promozionali, alla preparazione della documentazione d'offerta, nonché alla consulenza. In ogni caso la parte determinante dei costi di distribuzione è rappresentato dal costo della remunerazione dei collocatori.

I costi di distribuzione possono assumere generalmente due forme:

1. commissioni iniziali (sottoscrizione): commisurate all'ammontare dell'investimento iniziale e versate integralmente ai collocatori;
2. commissioni di mantenimento: calcolate in percentuale del patrimonio gestito e versate annualmente ai collocatori.

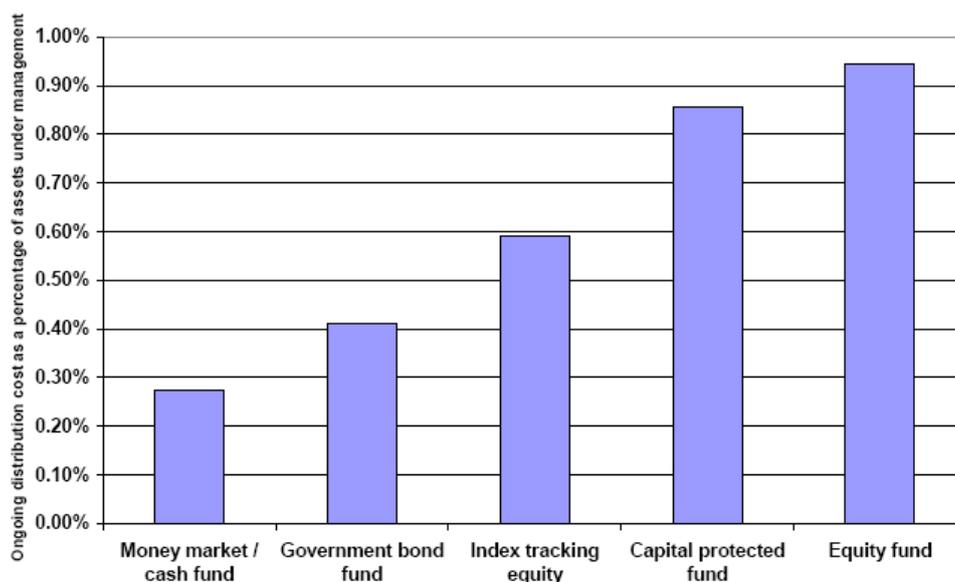
L'analisi delle caratteristiche dei costi di distribuzione sarà effettuata in funzione della tipologia dei prodotti, delle differenze tra gli Stati membri e delle tipologie di canale distributivo.

Preliminarmente si osserva che i costi di distribuzione rappresentano a livello europeo la

componente di costo più importante sostenuta da un investitore per l'acquisto dei fondi comuni di investimento. In termini percentuali, il costo della distribuzione in Europa si attesta su valori variabili dallo 0,3% circa per i fondi monetari fino ad un massimo dello 0,9% circa per i fondi azionari. Al riguardo, pare opportuno segnalare che il costo di produzione di un fondo in Europa raggiunge il più alto valore pari allo 0,5% per i fondi azionari.

Quanto all'articolazione dei costi di distribuzione per tipologia dei prodotti, i costi di distribuzione dovrebbero essere in teoria più elevati per i prodotti più complessi, che richiedono una maggiore attività promozionale volta a chiarirne le caratteristiche. Dall'osservazione della Figura 10 tale affermazione sembrerebbe essere confermata dai dati del mercato europeo.

Figura 10: Commissioni di mantenimento in percentuale per tipologia di prodotti.

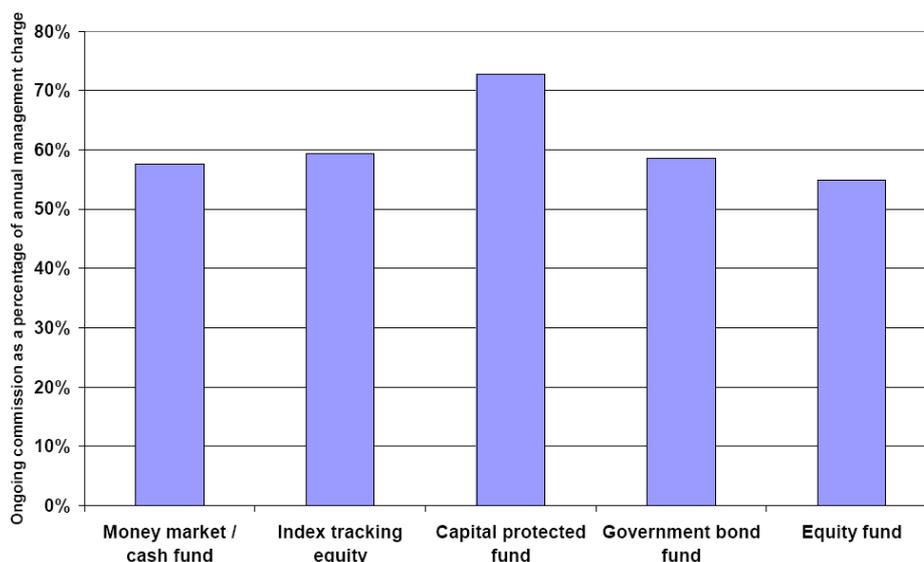


Fonte: CRA International.

Tuttavia, l'elemento che incide in maniera determinante sulla diversa articolazione dei costi di distribuzione dei fondi è rappresentato dalla misura e dalle modalità di calcolo del pagamento dovuto ai distributori. La remunerazione dei collocatori è generalmente determinata come una percentuale di retrocessione fissa delle commissioni di gestione pagate dagli investitori. In media nel mercato europeo la quota parte delle commissioni totali applicate ai sottoscrittori retrocesse in via continuativa ai collocatori risulta superiore al 50% (cfr. Figura 11), indipendentemente dalla tipologia di prodotto. Distinguere le

differenti ragioni sottostanti alla diversa misura dei costi di distribuzione dei prodotti non è priva di rilevanza, anche ai fini di vigilanza, per l'eventuale sussistenza di situazioni di conflitto di interesse. Se per i collocatori, infatti, non vi sono grandi differenze nei costi sostenuti nella distribuzione delle differenti tipologie potrebbero essere incentivati alla vendita di prodotti complessi – con commissioni di gestione più alte - per realizzare margini di profitti più elevati.

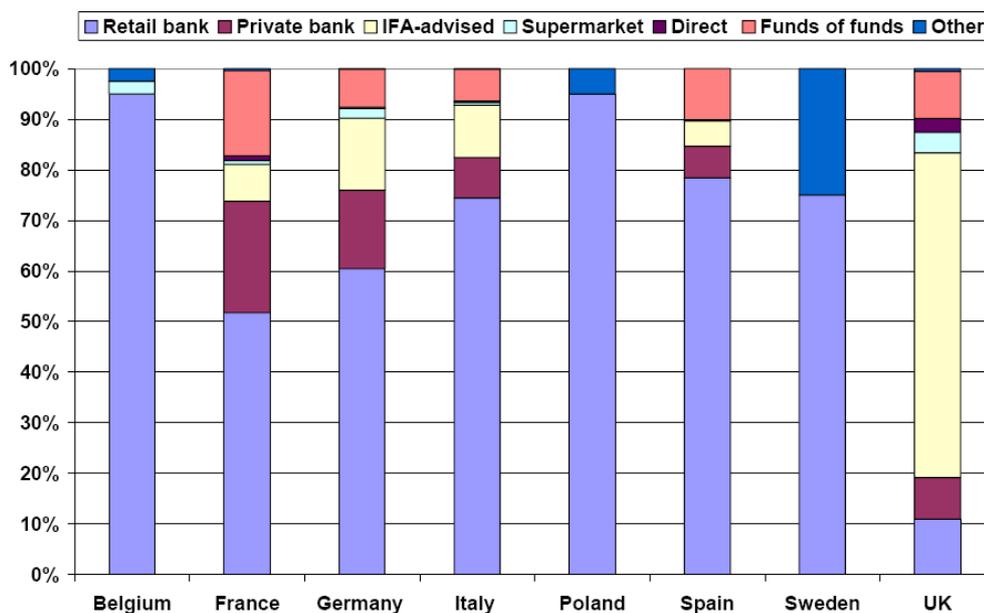
Figura 11: *Commissioni di mantenimento per tipologia di prodotti in percentuale delle commissioni annuali di gestione.*



Fonte: CRA International.

In relazione all'articolazione dei costi di distribuzione nei diversi Paesi membri, si precisa che la struttura di tali costi è fortemente condizionata dal modello distributivo maggiormente diffuso. In Europa possono essere individuati due macro-modelli: un primo modello, che caratterizza l'Europa continentale e pone le reti bancarie di gruppo in una posizione dominante nella distribuzione delle quote dei fondi; un secondo modello, proprio della Gran Bretagna, dove la distribuzione è concentrata sui consulenti indipendenti (cfr. Figura 12).

Figura 12: Canali distributivi dei fondi per Paese.



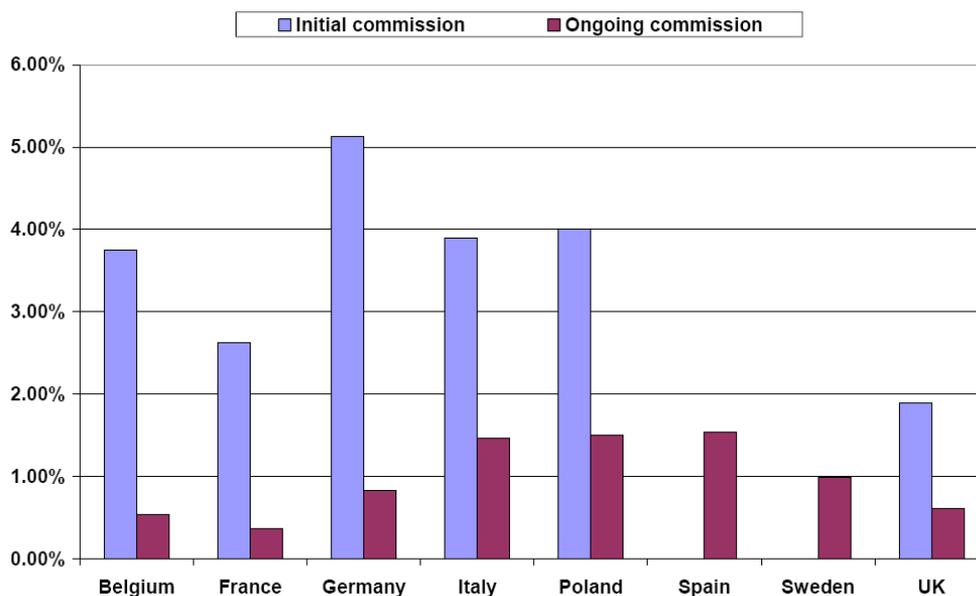
Fonte: CRA International.

A livello continentale, l'Italia e la Spagna si caratterizzano per un peso maggiore del canale bancario *retail* rispetto alla Francia e alla Germania.

Altri elementi evidenziati dall'analisi riguardano la diversa struttura dei costi di distribuzione tra commissioni iniziali e commissioni di mantenimento nei Paesi membri. Vi sono, infatti, alcuni Paesi in cui le commissioni iniziali sono maggiormente diffuse (come nel Regno Unito) e altri (come l'Italia) dove l'industria ha preferito caratterizzare i prodotti con basse e/o nulle commissioni di ingresso.

Guardando i dati di sintesi dei costi di distribuzione per Paese relativi ad un fondo azionario – espressi in termini percentuali – si constata che l'Italia, la Polonia e la Spagna presentano commissioni di mantenimento più alte a fronte di commissioni di ingresso ridotte (nulle, nel caso della Spagna), mentre la Germania si caratterizza per commissioni di ingresso particolarmente alte a fronte di commissioni di mantenimento ridotte. Francia e Gran Bretagna sembrano essere i Paesi ove sono presenti i minori costi di distribuzione (cfr. Figura 13).

Figura 13: Confronto tra costi di distribuzione di un fondo azionario tra Paesi membri.



Fonte: CRA International.

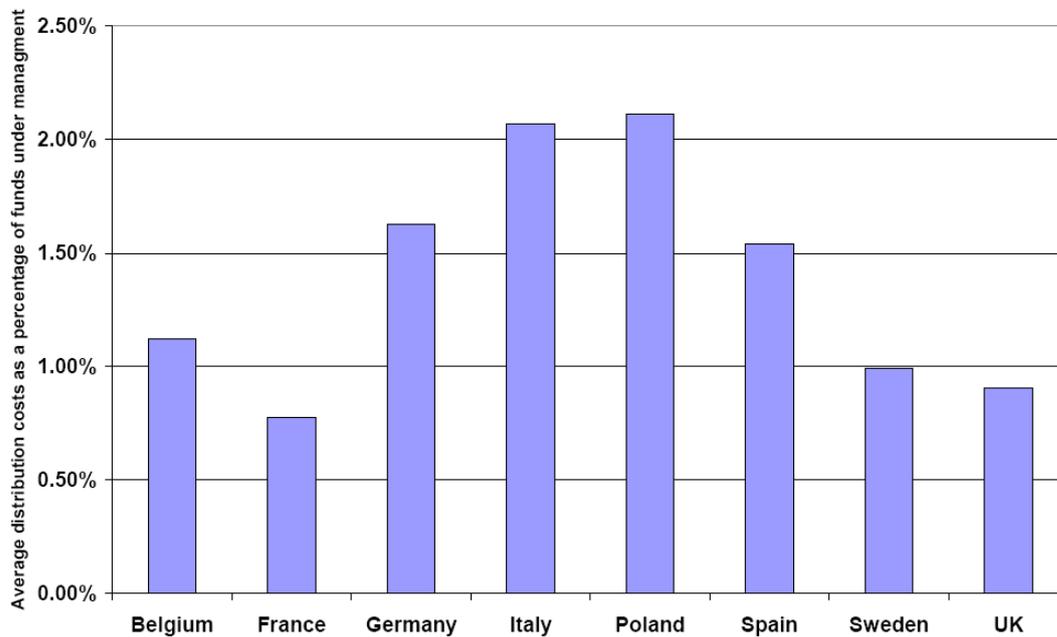
Il semplice confronto tra i costi percentuali delle commissioni di ingresso e commissioni di mantenimento non consente, tuttavia, di determinare in maniera corretta una graduatoria della “onerosità” della distribuzione nei diversi Paesi membri. L’analisi risulta, infatti, inficiata dal diverso modo di articolarsi delle commissioni di ingresso (pagate in un’unica soluzione all’atto dell’investimento) e delle commissioni di mantenimento (pagate nel continuo in percentuale sul patrimonio gestito). Ad esempio, un investitore che presenta un orizzonte di investimento di lungo periodo potrebbe trovare più conveniente investire in un fondo con commissioni di ingresso elevate e commissioni di mantenimento più basse.

Per rendere omogeneo il confronto tra i costi di distribuzione dei diversi prodotti l’analisi è stata approfondita mediante il cd. “*reduction in yield approach*”, che consente di determinare l’impatto dei costi di distribuzione su un ipotetico rendimento dei fondi. Tale approccio richiede la formulazione di alcune assunzioni, che nell’analisi in discorso sono state:

- investimento in un’unica soluzione in un fondo azionario;
- *holding period* dell’investitore di 7 anni;
- rendimento medio annuo del 7%.

I risultati di tale approfondimento, rappresentati nella Figura 14, evidenziano una netta prevalenza in termini di “onerosità” dell’Italia, della Germania e della Spagna.

Figura 14: *Confronto tra costi di distribuzione di un fondo azionario tra Paesi membri con il “reduction in yield approach”.*



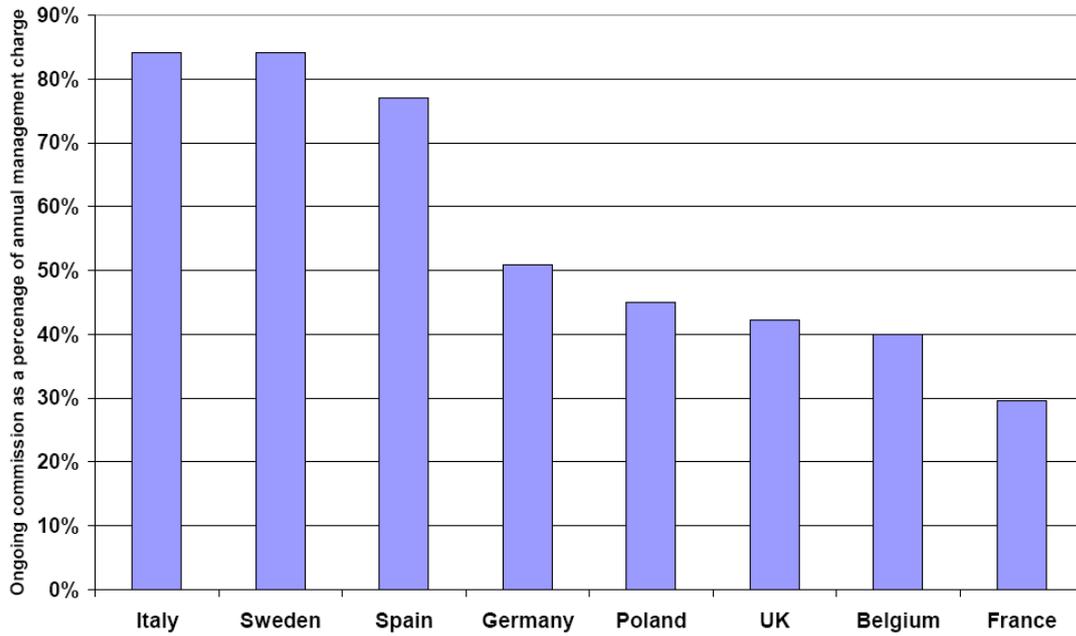
Fonte: CRA International.

Altra analisi di particolare interesse è quella volta a verificare la quota parte di commissioni totali di gestione retrocesse in media ai collocatori sotto forma di commissioni di mantenimento. I risultati di tale verifica offrono interessanti informazioni sulla relazione tra produttore e distributore, rappresentando una *proxy* del differente potere contrattuale delle parti.

Si segnala, infine, che occorre prestare attenzione al modo in cui sono interpretati i risultati, in quanto percentuali di retrocessione più alte non sono indice di costi di distribuzione più alti. Il costo di distribuzione, infatti, dipenderà dalla misura sottostante delle commissioni di gestione.

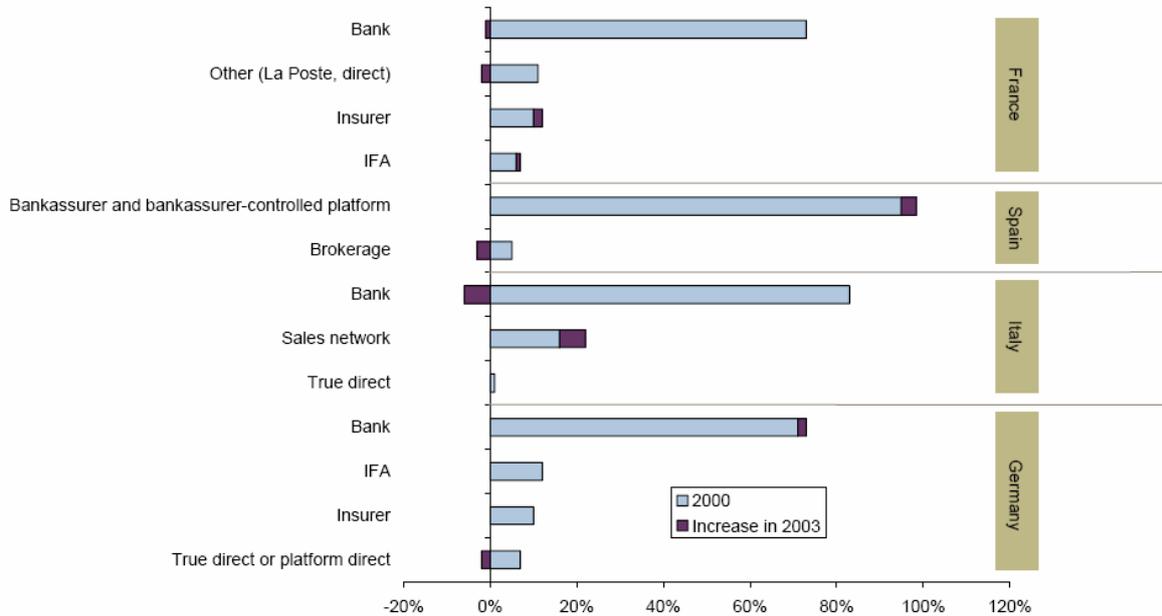
Dalla Figura 15 si constata che in Italia, Svezia, Spagna e Germania i produttori retrocedono una quota rilevante dei loro ricavi alle reti distributive, a conferma del fatto che in tali Paesi l'industria del risparmio gestito rimane ancorata alle banche capogruppo che rappresentano il loro collocatore principale (Cfr. Figura 16).

Figura 15: Confronto delle percentuali di commissioni retrocesse ai distributori per un fondo azionario tra Paesi membri.



Fonte: CRA International.

Figura 16: Evoluzione negli anni 2000-2003 delle quote di mercato dei canali distributivi in Francia, Spagna, Germania ed Italia.



Fonte: Elaborazioni OXERA su dati Cerulli Associates.

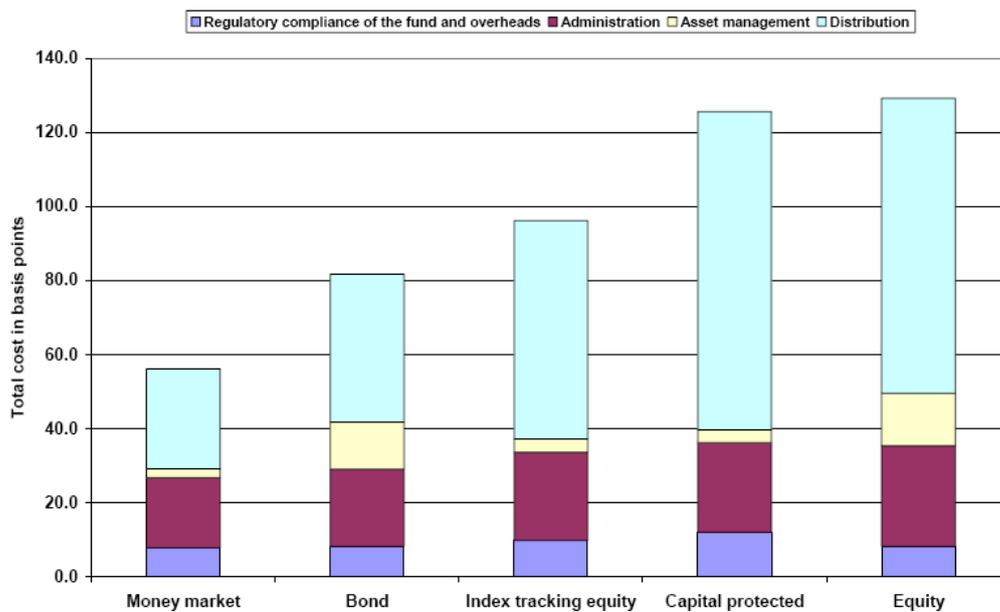
I dati CRA International confermano che la quota parte retrocessa ai canali distributivi dipende dal livello di controllo esercitato dal distributore nei confronti della società prodotta. Infatti, le commissioni continuative versate a favore delle banche di gruppo risultano essere in percentuale pari ad 1,37% contro lo 0,77% versato agli altri canali.

2.2.3 Costi totali

Sommando i costi di produzione ai costi di distribuzione si determina il costo complessivo dei fondi comuni. La Figura 17 evidenzia la rilevanza dei costi di distribuzione per le differenti tipologie di prodotto.

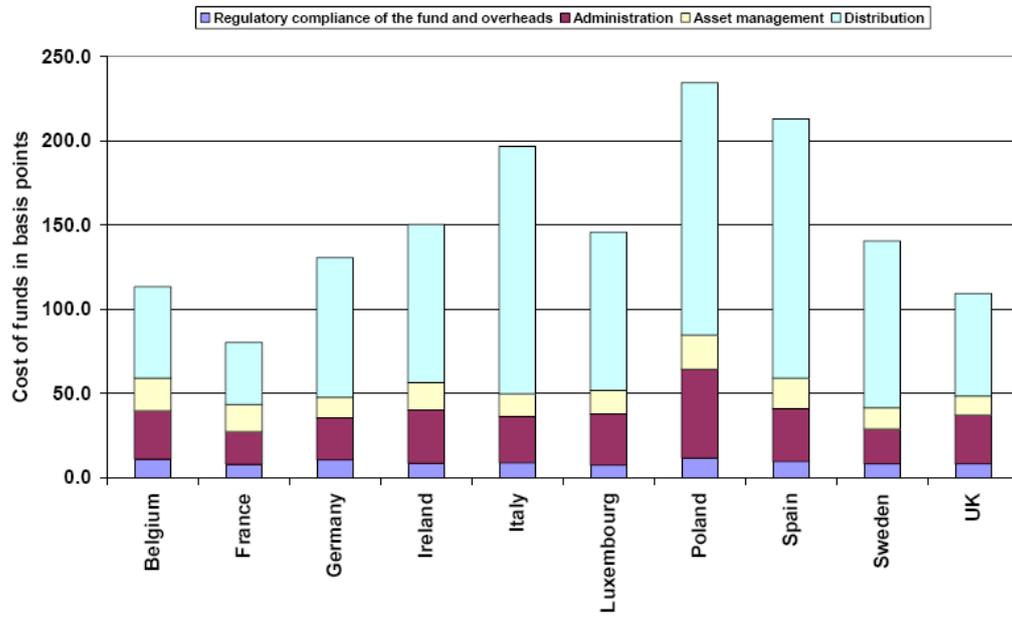
Si sottolinea che i fondi protetti presentano un costo complessivo prossimo ai fondi azionari a motivo del maggior peso della componente relativa ai costi di distribuzione.

Figura 17: Costo complessivo per tipologia di prodotto.



Fonte: CRA International.

Figura 18: Costo complessivo per i fondi azionari per Stato membro.



Fonte: CRA International.

3. LA STRUTTURA DEL SETTORE DEL RISPARMIO GESTITO IN ITALIA

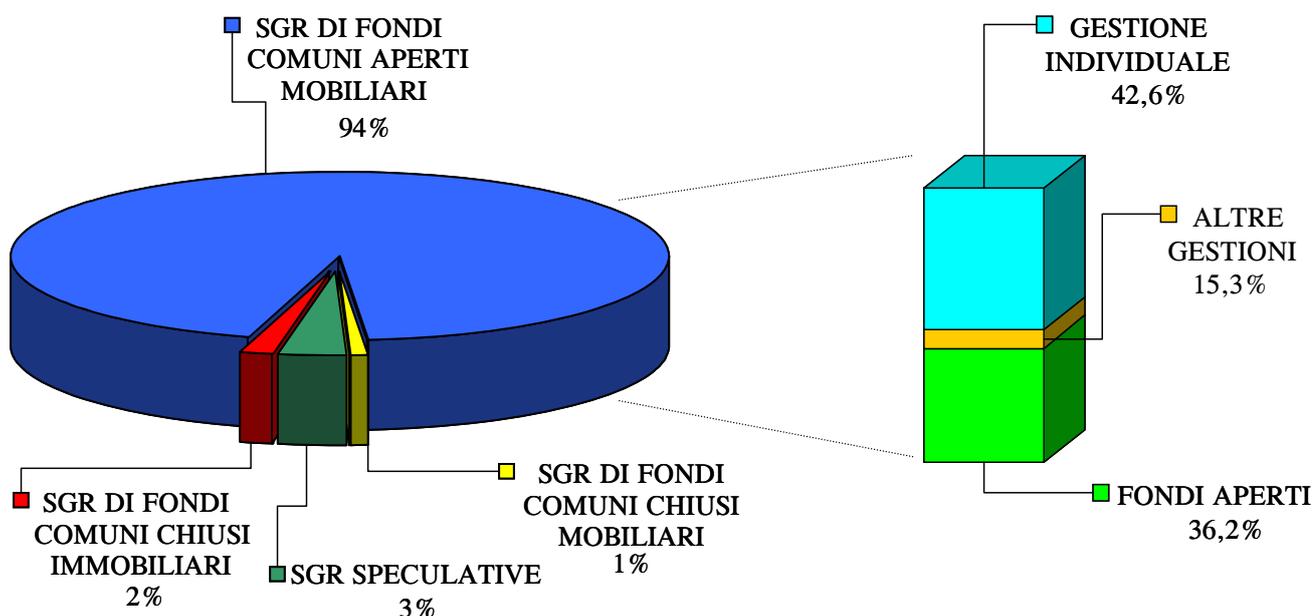
3.1 Il mercato dei fondi comuni: dimensione e quote di mercato.

Il patrimonio “lordo” gestito dalle SGR di diritto italiano ammonta al giugno 2007 a circa 888 miliardi di Euro, con una forte concentrazione in capo alle società di gestione non speculative operative nella gestione di fondi comuni aperti e nelle gestioni individuali, che complessivamente rappresentano circa il 94% del mercato.

Al riguardo, si evidenzia che – nonostante la massa gestita risulti equamente distribuita tra le due tipologie di servizi offerte (gestione collettiva e gestione individuale) – il patrimonio riconducibile alle gestioni individuali (pari al 42,60%) risulta, rispetto agli anni passati, superiore a quello dei fondi comuni aperti (con una quota del 36,2%)⁴.

Le società specializzate nella gestione di fondi immobiliari, di *private equity* o speculativi rappresentano ancora una nicchia del mercato dell'*asset management* italiano⁵.

Figura 19: Distribuzione percentuale patrimonio lordo in gestione al 30 giugno 2007



Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia.

⁴ In argomento, cfr. M. Gentile, N. Linciano e G. Siciliano, *Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane e la diffusione del risparmio gestito*, Quaderno di Finanza n. 59, Studi e Ricerche, 2006 (pubblicato anche in *Banca Impresa Società*, n. 3, 2006, 425-476).

⁵ A. Gervasoni e A. Becchi, *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, Bologna, Il Mulino, 2007.

Tav.2 – Patrimonio lordo in gestione relativo a prodotti istituiti in Italia o ricevuti in delega al 30 giugno 2007. (Dati in milioni di Euro).

	N° SGR Operative			AUM	AUM %
	SI	NO	TOT.		
SGR DI FONDI COMUNI MOBILIARI APERTI	70	6	76	836.134	94,1%
PATRIMONIO GESTITO DELEGATO DA TERZI				126.735	14,3%
Fondo chiuso immobiliare				696	0,1%
Fondo chiuso mobiliare				144	0,0%
Fondo comune aperto				26.409	3,0%
Fondo pensione				10.740	1,2%
Gestione individuale				54.804	6,2%
Gestioni pens.diverse da fondi				3.748	0,4%
Patrim. o comparto di sicav				30.192	3,4%
PATRIMONIO GESTITO FONDI PROPRI				325.631	36,6%
Fondo comune aperto				321.890	36,2%
Fondo comune chiuso				3.741	0,4%
PATRIMONIO GESTITO GESTIONI PROPRIE				383.768	43,2%
Fondo pensione				1.438	0,2%
Gestione individuale				378.289	42,6%
Gestioni pens.diverse da fondi				2.136	0,2%
Non applicabile				1.906	0,2%
SGR DI FONDI COMUNI CHIUSI IMMOBILIARI	19	7	26	15.324	1,7%
PATRIMONIO GESTITO DELEGATO DA TERZI				1.255	0,1%
Fondo Chiuso Immobiliare				1.255	0,1%
PATRIMONIO GESTITO FONDI PROPRI				14.069	1,6%
Fondo Comune Chiuso				14.069	1,6%
SGR DI FONDI COMUNI MOBILIARI CHIUSI	34	14	48	6.279	0,7%
PATRIMONIO GESTITO DELEGATO DA TERZI				176	0,0%
Fondo comune aperto				46	0,0%
Fondo pensione				130	0,0%
PATRIMONIO GESTITO FONDI PROPRI				2.954	0,3%
Fondo comune aperto				267	0,0%
Fondo comune chiuso				2.687	0,3%
PATRIMONIO GESTITO GESTIONI PROPRIE				3.148	0,4%
Fondo pensione				6	0,0%
Gestione individuale				3.142	0,4%
SGR SPECULATIVE	43	13	56	30.767	3,5%
PATRIMONIO GESTITO DELEGATO DA TERZI				1.580	0,2%
Fondo Comune Aperto				692	0,1%
Fondo speculativo				373	0,0%
Gestione individuale				116	0,0%
Non applicabile				399	0,0%
PATRIMONIO GESTITO FONDI PROPRI				29.187	3,3%
Fondo comune aperto				27.614	3,1%
Fondo comune chiuso				1.573	0,2%
Totali	166	40	206	888.504	100,0%

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia.

I dati aggregati per gruppo di appartenenza a giugno 2006 (cfr. Tav. 3) evidenziano una netta prevalenza dei gruppi bancari che detengono una quota di mercato del 70,74%, ad eccezione di un grande gruppo assicurativo che detiene da solo una quota di mercato di circa il 14%. Tale connotazione ha fortemente inciso sul grado di concentrazione dello stesso mercato che risulta circoscritto ad un numero esiguo di società di gestione del risparmio. In termini di massa gestita, i primi cinque gruppi bancari presentano a dicembre 2005 e 2006 ed a giugno 2007 una quota di mercato superiore al 50%.

Tav.3 - Quote di mercato dei Gruppi di appartenenza delle SGR al 30 giugno 2007
(Dati in milioni di Euro)

	AUM	AUM %	AUM % CUM	N° SGR
Totale SGR operative	888.504	100,00%		166
SGR APPARTENENTI AD UN GRUPPO BANCARIO	616.913	69,43%		72
1 INTESA SANPAOLO	224.389	25,25%	25,25%	8
2 UNICREDITO ITALIANO	90.192	10,15%	35,41%	4
3 UBI BANCA	49.423	5,56%	40,97%	4
4 CAPITALIA	40.608	4,57%	45,54%	5
5 MONTE DEI PASCHI DI SIENA	31.241	3,52%	49,05%	3
6 BIPIEMME - BANCA POPOLARE DI MILANO	20.577	2,32%	51,37%	3
7 BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	17.800	2,00%	53,37%	2
8 BANCO POPOLARE DI VERONA E NOVARA (*)	16.162	1,82%	55,19%	3
9 MEDIOLANUM	15.526	1,75%	56,94%	1
10 CREDEM	14.810	1,67%	58,61%	3
11 BANCA ESPERIA	11.081	1,25%	59,85%	2
12 DEUTSCHE BANK	9.353	1,05%	60,91%	4
13 BANCA POPOLARE ITALIANA	9.055	1,02%	61,93%	2
14 BANCA GENERALI	8.150	0,92%	62,84%	1
15 CARIGE	6.950	0,78%	63,63%	1
16 BANCO DESIO	6.703	0,75%	64,38%	1
17 BANCA INTERMOBILIARE	5.653	0,64%	65,02%	3
18 BIPOP - CARIRE	5.392	0,61%	65,62%	1
19 ICCREA	5.391	0,61%	66,23%	2
20 BANCA SELLA	5.087	0,57%	66,80%	1
21 CREDITO VALTELLINESE	4.835	0,54%	67,35%	1
22 BANCA ANTONVENETA	4.444	0,50%	67,85%	2
23 BANCA POPOLARE DELL'EMILIA ROMAGNA	3.147	0,35%	68,20%	1
24 BANCA FINNAT EURAMERICA	2.232	0,25%	68,45%	1
25 BANCA POPOLARE DI VICENZA	2.163	0,24%	68,70%	2
26 POPOLARE DI VERONA - S.GEMINIANO	1.801	0,20%	68,90%	1
27 MELIORBANCA	1.474	0,17%	69,06%	2
28 BANCA LEOPARDO	998	0,11%	69,18%	1
29 SANPAOLO IMI	812	0,09%	69,27%	1
30 UNIPOL BANCA	701	0,08%	69,35%	1
31 ALBERTINI SYZ	335	0,04%	69,38%	1
32 BANCA POPOLARE ETICA	238	0,03%	69,41%	1
33 BANCA PROFILO	117	0,01%	69,42%	1
34 UBS ITALIA	70	0,01%	69,43%	1
35 BANCA DELLE MARCHE	3	0,00%	69,43%	1
SGR NON APPARTENENTI AD UN GRUPPO BANCARIO	145.887	16,42%	85,85%	91
ASSICURAZIONI GENERALI	125.704	14,15%	100,00%	3
ASSICURAZIONI GENERALI	125.704	14,15%		3
Totale SGR non operative				40
SGR APPARTENENTI AD UN GRUPPO BANCARIO				7
SGR NON APPARTENENTI AD UN GRUPPO BANCARIO				33
Totale complessivo	888.504			206

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia.

(*) Incorporata nel Banco Popolare dall'1.07.2007.

3.2 Il modello di *governance* delle società di gestione del risparmio

Le società di gestione del risparmio si caratterizzano per un ridotto grado di indipendenza dal Gruppo di appartenenza con riguardo ai meccanismi di *governance*. Il consiglio di amministrazione, organo decisionale primario nel processo di investimento, è infatti costituito prevalentemente (in alcuni casi anche la totalità) da soggetti che ricoprono cariche esecutive nella capogruppo e in altre società del gruppo. Solo in alcuni casi si

rileva la presenza di amministratori indipendenti.

Nel dettaglio, dall'esame della struttura dei consigli di amministrazione delle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito al 31 dicembre 2006⁶ si evince una media di 1 consigliere indipendente ogni 7 nel 2006, contro un rapporto di 1 ogni 3 suggerito dai Codici di Autodisciplina per le società quotate; il rapporto predetto segna, inoltre, un peggioramento rispetto all'anno precedente, in cui lo stesso era di 1 consigliere indipendente ogni 6 consiglieri.

Nel corso del 2006 si è comunque assistito ad una riduzione, seppur lieve, del numero di consiglieri che ricoprono incarichi multipli di tipo dirigenziale nella SGR e all'interno della capogruppo (cfr. tav. 4).

Tav.4 – Composizione dei CdA delle SGR nel 2005-2006

Cariche ricoperte nella capogruppo												
Cariche ricoperte nella SGR	Presidente	Vice Presidente	Amministratore Delegato	Consigliere	Consigliere esecutivo	Consigliere indipendente	Direttore Generale	Vice Direttore	Dirigente	Cariche in altre società del gruppo	Senza cariche nelle società del gruppo	Totale
2006												
Amministratore Delegato	-	-	-	-	-	-	2	-	1	8	2	13
Consigliere	2	2	2	6	-	-	6	2	8	56	37	121
Consigliere esecutivo	-	-	-	-	1	-	-	1	-	12	4	18
Consigliere indipendente	-	1	-	2	-	-	-	-	-	8	19	30
Presidente	-	2	1	3	2	-	1	-	1	9	5	24
Presidente consigliere esecutivo	-	-	-	-	1	-	-	-	-	2	-	3
Presidente consigliere indipendente	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	4	5
Totale	2	6	3	11	4	0	9	3	10	95	71	214
2005												
Amministratore Delegato	-	-	-	-	-	-	1	-	-	9	2	12
Consigliere	3	2	2	10	-	-	6	2	8	47	28	108
Consigliere esecutivo	-	-	-	-	1	-	-	1	-	12	4	18
Consigliere indipendente	-	1	-	2	-	-	-	-	-	8	20	31
Presidente	-	3	1	1	3	-	1	-	1	10	4	24
Presidente consigliere esecutivo	-	-	-	-	1	-	-	-	-	2	-	3
Presidente consigliere indipendente	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	4	5
Totale	3	7	3	13	5	0	8	3	9	88	62	201

Fonte: Elaborazione Consob su dati di vigilanza.

⁶ Il campione, con un patrimonio complessivo di 308 miliardi di euro, rappresenta l'89% del totale del patrimonio gestito dei fondi armonizzati di diritto italiano.

3.3 Il modello distributivo dei fondi comuni: il ruolo delle strutture di gruppo.

Il modello di distribuzione dei fondi comuni d'investimento che è storicamente prevalso nella realtà italiana è caratterizzato dai seguenti elementi tipici:

- a) stretta dipendenza funzionale delle SGR dall'attività di collocamento effettuato da intermediari terzi, in particolare bancari (cfr. Tav. 5);

Tav.5 – Canali distributivi di quote di fondi comuni di investimento

	2004	2005	2006
IN PROPRIO	15,08%	7,41%	7,55%
TRAMITE TERZI	84,92%	92,59%	92,45%
: BANCHE ITALIANE ED ESTERE	72,64%	76,82%	79,92%
: SIM ITALIANE ED ESTERE	10,68%	13,53%	9,55%
: ALTRI	1,61%	2,23%	2,98%
Totale complessivo	100,00%	100,00%	100,00%

Fonte: Elaborazione su base dati Consob.

- b) ricorso quasi esclusivo, ai fini della commercializzazione di fondi italiani, a collocatori appartenenti alla medesima struttura di gruppo del soggetto gestore (distribuzione di prodotti *in-house*). I dati di vigilanza relativi al 2006 mostrano che circa il 70% delle commissioni passive delle SGR, connesse alla distribuzione dei propri prodotti e quindi considerabili quale *proxy* della rilevanza dei collocatori, sono versate a società appartenenti al proprio gruppo (cfr. Tav. 4);
- c) prevalenza nelle modalità distributive tradizionali basate su reti di filiali bancarie⁷. I dati di vigilanza del 2006 evidenziano, sempre in base all'esame dei percettori delle commissioni passive, che il canale bancario ha un peso dell'86,54% (di cui 60,32% appartenenti al gruppo).

Tav.6 – Percettori delle commissioni passive al 2006

Tipologia dei percettori	del gruppo	non del gruppo	totale
Banche italiane ed estere	60,32%	26,22%	86,54%
Altri soggetti	2,34%	3,39%	5,74%
SIM o imprese di investimento estere	6,86%	0,86%	7,72%
Totale complessivo	69,53%	30,47%	100,00%

Fonte: Elaborazione su banca dati Consob.

Il ruolo predominante degli intermediari bancari nella distribuzione dei fondi comuni in Italia, peraltro ampiamente ravvisabile anche negli altri Paesi europei con l'eccezione del Regno Unito, va verosimilmente ricondotto all'esito del processo storico di sviluppo del

⁷ L'attività dei promotori finanziari mediante l'offerta fuori sede è comunque in crescita; *internet* e i canali telematici sono quasi assenti

sistema finanziario nazionale, che ha condotto all'affermarsi del modello della banca “universale” o “polifunzionale”, con una presenza capillare degli intermediari bancari in tutti i segmenti dell'intermediazione finanziaria.

L'integrazione verticale “genetica” tra industria del risparmio gestito ed intermediari collocatori ha condotto all'assimilazione del servizio di gestione collettiva all'interno di logiche di creazione del valore – tipiche dei gruppi bancari – fondate sullo sfruttamento delle economie di rete e di scopo (*bundling* di servizi diversi), che consentono la fidelizzazione della clientela (reti “*captive*”).

In questa logica industriale, il rapporto gestore-distributore appare sbilanciato verso il “polo” della distribuzione: la gestione del risparmio si atteggia a servizio strumentale alla capacità di offerta di prodotti finanziari da parte delle reti bancarie.

3.4 I condizionamenti del modello distributivo sulla struttura dell'offerta di fondi comuni: *pricing* e politiche di prodotto.

Il descritto modello distributivo ha inciso profondamente sulle caratteristiche strutturali del mercato dei fondi comuni di diritto italiano sotto due profili:

- 1) la definizione delle politiche di prodotto (c.d. *product design*);
- 2) la specificazione della struttura di costo dei fondi.

1) Product design

Sotto il primo profilo, si rileva che le società di gestione tendono ad offrire una gamma di prodotti ampiamente diversificata, indipendentemente dalla dimensione della società o del gruppo di appartenenza. Numerose risultano le SGR che, con una quota di mercato compresa tra il 2% ed il 4,5%, gestiscono prodotti rientranti in più del 50% delle categorie Assogestioni (cfr. Tav. 7).

La gamma dei prodotti è stata, inoltre, interessata negli anni recenti da una dinamica innovativa che non ha trovato in molti casi rispondenza “stabile” nella domanda degli investitori. Detta dinamica, in altri termini, è stata alimentata più dall'esigenza della distribuzione di poter offrire una gamma di prodotti completa e variegata, che da una reale esigenza proveniente dal mercato.

Tav. 7 - Diversificazione della gamma al 31 dicembre 2006. Copertura delle categorie da parte delle SGR. Dati in milioni Euro

Classi % quote mkt(*)	Patrimonio €mln	N° SGR	N° Fondi	Media n° Cat offerte	Media % Copertura (effettiva) #
9,5-10	49.543	1	100	28	77,78%
6,5-7	11.830	1	68	24	66,67%
4-4,5	59.358	2	87	24	65,28%
3,5-4	54.013	4	150	21	58,33%
3-3,5	60.609	4	133	18	50,69%
2,5-3	35.526	4	111	18	49,31%
2-2,5	16.697	3	72	19	51,85%
1,5-2	7.076	2	33	14	37,50%
1-1,5	18.530	8	108	11	30,56%
0,5-1	22.908	13	106	7	20,73%
0-0,5	3.125	17	47	2	6,86%
Totale	339.214	59	1.015		

(*) La quota di mercato è stata determinata sulla massa gestita dei fondi comuni aperti di diritto italiano.

La percentuale di coperture delle categorie è stata determinata rapportando il numero complessivo di categorie cui si riferiscono i fondi offerti dalla SGR rispetto al numero di categorie Assogestioni che presentano almeno un fondo.

Fonte: Elaborazione su banca dati Consob.

D'altra parte, l'ampiezza della gamma delle soluzioni di investimento proposte può essere giustificata dall'obiettivo di assecondare, in sede di distribuzione, le tendenze congiunturali del mercato finanziario, cogliendo le opportunità connesse alla formazione ciclica delle aspettative dei risparmiatori e commercializzando nuovi prodotti caratterizzati da un *pricing* aggressivo. Conseguenza ne è un'intensa razionalizzazione della gamma mediante operazioni di fusioni tra fondi comuni aperti e revisioni sostanziali delle politiche di investimento (riduzione dei fondi tematici, settoriali e geografici; istituzioni di fondi "flessibili"; lancio di fondi c.d. protetti), al fine di correggere operazioni di lancio di prodotti commercialmente non riuscite.

Nel periodo intercorrente tra il 1° gennaio 2002 ed il 31 dicembre 2005 si è, di fatti, assistito ad un tasso di *turn over* (somma dei fondi liquidati/incorporati e di nuova istituzione in rapporto ai fondi inizialmente esistenti) molto elevato, pari a circa il 54% (cfr. Tav. 8).

Tav. 8 - Fondi incorporati/liquidati e di nuova istituzione nel periodo 2002-2005

Livelli di rischio	Fondi incorporati o liquidati	Nuovi fondi offerti al pubblico	Contributi al tasso di turn-over (su 1.166 fondi nell'anno base)
Basso	31	18	4,20%
Medio-basso	27	29	4,80%
Medio	58	37	8,15%
Medio-Alto	52	45	8,32%
Alto	168	95	22,56%
Molto-Alto	55	18	6,26%
Tasso di turn-over			54,29%

Macro categorie Assogestioni	Fondi incorporati o liquidati	Nuovi fondi offerti al pubblico	Contributi al tasso di turn-over (su 1.166 fondi nell'anno base)
Azionari	195	73	22,98%
Bilanciati	41	45	7,38%
Flessibili	21	45	5,66%
Obbligazionari	124	73	16,90%
Fondi di liquidità	10	6	1,37%
Totale	391	242	
Di cui OICR Liquidati	17	Tasso di turn-over	54,29%

Fonte: Elaborazione su base dati Consob.

La riduzione del numero totale dei fondi che ne è conseguita può essere attribuita (i) in parte alle fusioni tra SGR (operazioni societarie che inducono ad eliminare le duplicazioni di fondi offerti) e, in parte, (ii) ad un numero cospicuo di incorporazioni e/o liquidazioni di fondi, determinate dalle ristrutturazioni della gamma d'offerta poste in essere dalle SGR (tendenza alla riduzione dei fondi azionari ed obbligazionari, da un lato, e all'incremento di nuovi fondi flessibili, dall'altro) (cfr. Tav. 9).

Tav. 9 - Fondi azionari incorporati/liquidati e di nuova istituzione nel periodo 2002-2005

Livelli di rischio / Categoria Assogestioni	Fondi azionari incorporati e/o liquidati	Nuovi fondi azionari offerti al pubblico
Medio-Alto	5	3
Alto	146	63
Molto-Alto	44	7
Azionari altre specializzazioni	4	1
Azionari settoriali	62	5
Azionari America	15	12
Azionari area euro	4	7
Azionari Europa	25	15
Azionari Internazionali	29	17
Azionari internazionali tutti i settori	5	1
Azionari Italia	24	6
Azionari Pacifico	13	5
Azionari Paese	2	1
Azionari Paesi emergenti	12	3
Totale	195	73
<i>di cui fondi liquidati</i>	3	

Fonte: Elaborazione su base dati Consob.

L'ampia diversificazione della gamma dei fondi ha, altresì, influenzato la dimensione dei portafogli in gestione, che in media non ha raggiunto la soglia dimensionale considerata critica per la competizione europea. Solo per i fondi liquidità si constata una concentrazione dei prodotti su classi dimensionali elevate, con circa il 50% (cfr. Tav. 10, riga 4, colonna 6) dei prodotti di dimensione superiore al miliardo di Euro.

Tav. 10 – Classi dimensionali dei fondi comuni aperti italiani (patrimonio e numero fondi).

Dati al 31 dicembre 2006

	1	2	3	4	5	6	7
	N° Fondi in %	0 - 50 mln €	50 mln € - 200 mln €	200 mln € - 500 mln €	500 mln € - 1 mld €	> 1 mld €	Totale
1	Azionari	35,31%	38,52%	16,79%	6,91%	2,47%	100,00%
2	Bilanciati	34,09%	32,58%	18,18%	7,58%	7,58%	100,00%
3	Flessibili	33,61%	35,29%	15,13%	8,40%	7,56%	100,00%
4	Liquidità	13,16%	18,42%	10,53%	7,89%	50,00%	100,00%
5	Obbligazionari	30,22%	35,20%	15,89%	10,28%	8,41%	100,00%
6	N° Fondi in % (totale)	32,51%	35,57%	16,26%	8,28%	7,39%	100,00%
	Patrimonio in %	0 - 50 mln €	50 mln € - 200 mln €	200 mln € - 500 mln €	500 mln € - 1 mld €	> 1 mld €	Totale
7	Azionari	3,92%	23,17%	28,69%	26,68%	17,54%	100,00%
8	Bilanciati	2,86%	11,76%	20,78%	17,61%	47,00%	100,00%
9	Flessibili	2,19%	13,08%	16,47%	18,86%	49,40%	100,00%
10	Liquidita'	0,20%	1,36%	1,81%	3,05%	93,57%	100,00%
11	Obbligazionari	1,80%	9,71%	13,02%	20,19%	55,29%	100,00%
12	Patrimonio in % (totale)	2,10%	11,57%	15,44%	17,85%	53,04%	100,00%

Fonte: Elaborazione su base dati Consob.

L'eccessiva proliferazione della gamma di prodotti offerti aumenta peraltro i rischi di natura operativa inerenti al perseguimento di una gestione efficiente, dal momento che richiede l'acquisizione di conoscenze (*know-how*) e mezzi specifici in relazione alle peculiarità delle politiche di investimento dei diversi prodotti gestiti.

L'analisi della distribuzione delle masse gestite per categorie evidenzia che i patrimoni sono in prevalenza concentrati sulle gestioni generalmente considerate a più basso profilo di rischio/rendimento, di natura obbligazionaria (35,26% al febbraio 2007) e monetaria (18,09% al febbraio 2007), che rappresentano più della metà della massa gestita complessiva (pari a 53,35%).

Tav. 11 - Composizione delle masse gestite in fondi italiani al 31 dicembre 2006

	2003	2004	2005	2006	
					di cui fondi aperti armonizzati
AZIONARI	19,20%	19,18%	19,62%	19,81%	21,53%
BILANCIATI	9,43%	9,69%	10,51%	9,60%	10,88%
OBBLIGAZIONARI	43,86%	44,15%	43,21%	36,25%	37,57%
LIQUIDITA'	24,44%	21,60%	18,38%	18,04%	19,35%
FLESSIBILI	1,73%	2,62%	4,28%	10,22%	10,68%
FONDI HEDGE	1,33%	2,76%	4,00%	6,07%	
TOTALE	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	

Fonte: Elaborazione Consob su dati Assogestioni.

Le società di gestione sono state quindi chiamate a misurarsi con un aumento della complessità dell'attività gestoria derivante anche dalla necessità di gestire un numero elevato di fondi innovativi di dimensioni limitate, spesso senza poter esibire risultati confacenti allo stile di gestione attivo prospettato.

2) Struttura di costo

In merito al *pricing* dei fondi comuni aperti, il dato di più immediata evidenza consiste nella constatazione che la remunerazione dei soggetti distributori costituisce l'elemento preponderante: mediamente, negli ultimi tre anni, esso è risultato superiore al 70% del costo del prodotto-fondo sostenuto dall'investitore.

Più in dettaglio, la suddetta remunerazione è rappresentata:

- dalle commissioni di sottoscrizione/rimborso, aventi natura *una tantum* e retrocesse quasi interamente dalle SGR ai distributori;
- dalla quota-parte delle commissioni di gestione e di *performance*, retrocessa in via

continuativa dalle società di gestione ai collocatori, rispettivamente nella misura del 75,75% e del 39,54% circa (anno 2006).

A livello di sistema, con riferimento ai dati di flusso del 2006, la quota di costo più rilevante per l'investitore è rappresentata dalla commissione di gestione, che costituisce l'88% del costo totale dei prodotti, seguita dalle commissioni di incentivo (7,34%) e dalle commissioni di sottoscrizione/rimborso (4,33%)⁸.

Tav.12 – Commissioni attive e passive sui fondi comuni aperti al 31.12.2006

Dati in milioni di Euro

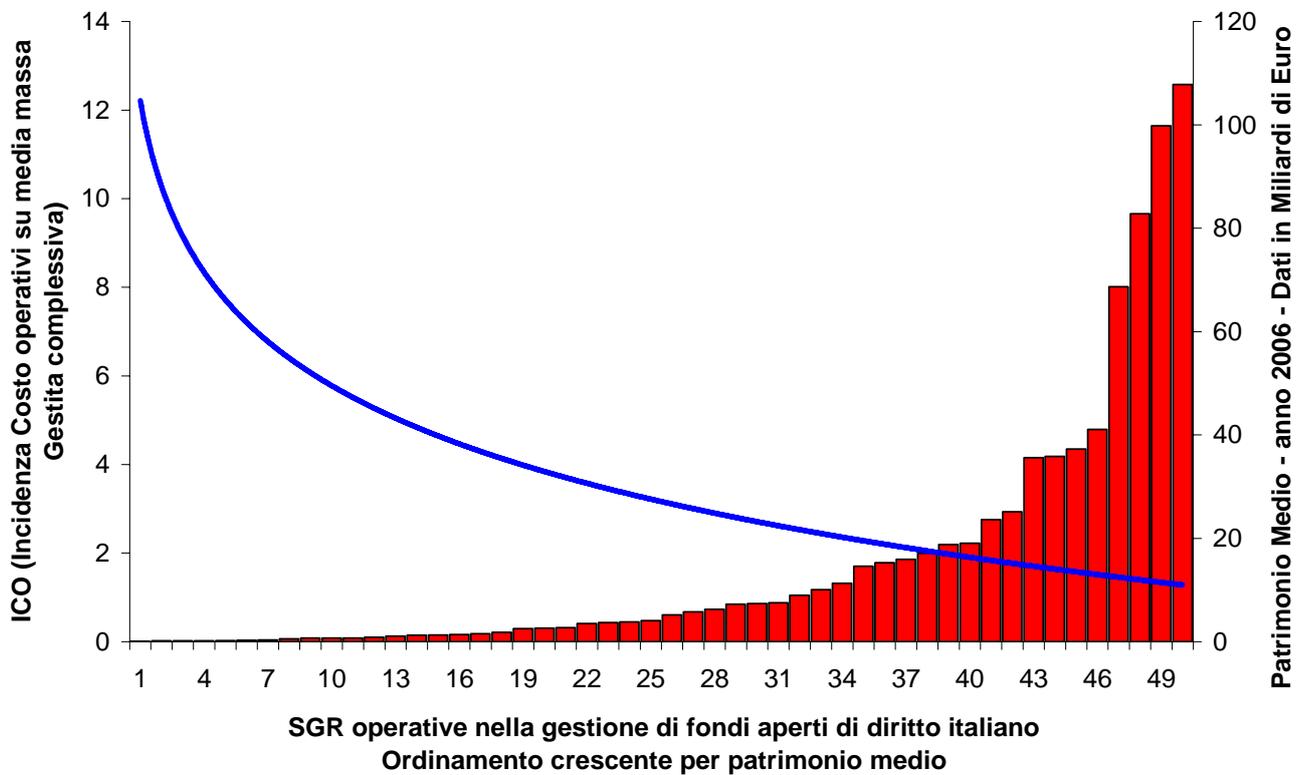
	CP	CA	CP in %	CA in %	CP/CA
Commissioni di Sottoscrizione (collocamento)	184	205	5,28%	4,33%	89,78%
Commissioni di Incentivo/Altre	137	347	3,94%	7,34%	39,54%
Commissioni di gestione (Mantenimento)	3.161	4.173	90,79%	88,33%	75,75%
Totale	3.482	4.725	100,00%	100,00%	73,70%

Fonte: Elaborazione su base dati Consob.

L'assoluta prevalenza di canali distributivi bancari di tipo *captive* determina il sorgere di condizioni di rigidità del *pricing* dei fondi italiani, presumibilmente impedendo il trasferimento agli investitori dei benefici connessi alle economie di scala conseguite nell'attività di gestione. L'incidenza dei costi operativi sulla massa gestita decresce infatti in modo più che proporzionale al crescere del patrimonio netto dei fondi gestiti dalle diverse società di gestione del risparmio.

⁸ Nel corso dell'ultimo triennio si riscontra un cambiamento significativo nella composizione del costo complessivo dei prodotti, per effetto di una notevole riduzione dell'incidenza delle commissioni di sottoscrizione a fronte di un aumento delle commissioni di gestione.

Figura 20: Economie di scala - Andamento dell'indice "Incidenza costi operativi su media massa gestita" (Anno 2006)



Fonte: Elaborazione su banca dati Consob.

La presenza di barriere all'entrata sul mercato delle reti di distribuzione consente, tuttavia, il permanere di un elevato ricarico applicato al prezzo all'investitore finale rispetto al costo unitario di produzione per ciascun anno del periodo di investimento (c.d. *holding period*).

Il livello del costo medio dei fondi è cresciuto costantemente dal 2001 al 2006 dall'1,01% all'1,52% (cfr. Tav. 13).

Tav. 13 - Commissioni annuali distinti per macrocategorie di fondi comuni aperti italiani e tipologie. Valori in percentuale

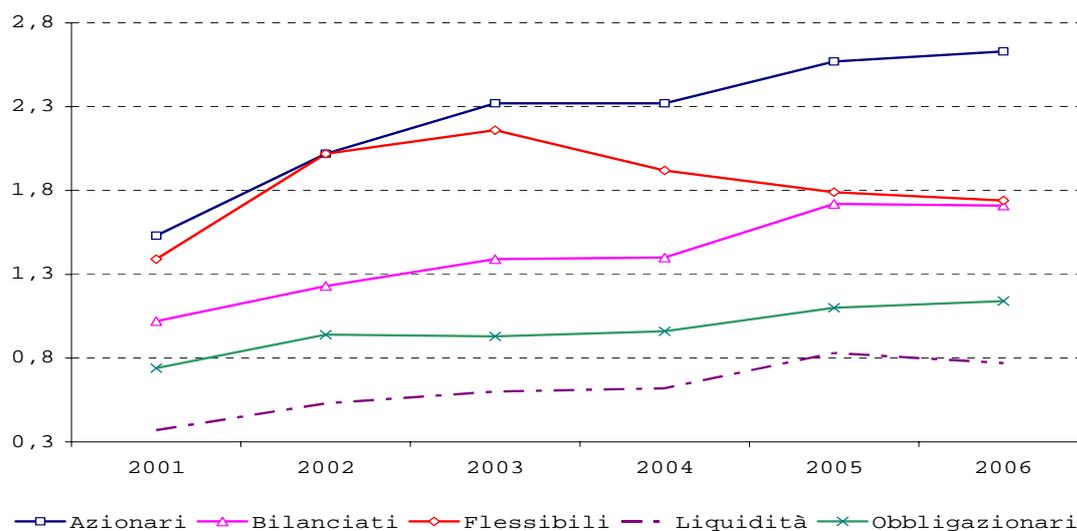
Peso sulla massa gestita					
	Oneri totali di banca depositaria	Commissione di gestione	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale
2001					
Liquidità	0,05	0,32	0,37
Azionari	0,09	1,37	0,05	0,03	1,53
Obbligazionari	0,06	0,67	0,01	..	0,74
Bilanciati	0,06	0,93	0,01	0,02	1,02
Flessibili	0,09	1,06	0,15	0,01	1,39
Totale	0,07	0,90	0,03	0,01	1,01
2003					
Liquidità	0,07	0,53	0,60
Azionari	0,13	1,87	0,26	0,03	2,32
Obbligazionari	0,08	0,82	0,02	..	0,93
Bilanciati	0,09	1,19	0,07	0,01	1,39
Flessibili	0,13	1,48	0,23	0,06	2,16
Totale	0,09	1,00	0,07	0,01	1,18
2006					
Liquidità	0,10	0,67	0,77
Azionari	0,13	1,98	0,28	0,24	2,63
Obbligazionari	0,10	1,01	0,02	0,01	1,14
Bilanciati	0,10	1,51	0,05	0,05	1,71
Flessibili	0,09	1,32	0,26	0,08	1,74
Totale	0,10	1,25	0,10	0,07	1,52

Fonte: elaborazioni Consob su dati di rendiconto.

La lettura dei dati relativi alla quota-parte commissionale retrocessa alle reti distributive del medesimo gruppo delle SGR (cfr. Tav. 14) supporta tali considerazioni e spiega la rigidità del *pricing*; infatti, nel triennio 2003-2005, l'85% circa delle provvigioni di gestione, che costituiscono di gran lunga la più importante tipologia commissionale, è stato retrocesso ai collocatori di gruppo, percentuale ridottasi al 70% nel 2006.

In relazione ai costi di gestione dei fondi flessibili, l'andamento in controtendenza rispetto alle altre categorie riflette la variazione delle caratteristiche dei fondi lanciati nel periodo di analisi. Al momento dell'istituzione della categoria "flessibile" le società di gestione italiane hanno, infatti, proposto principalmente fondi di tipo azionario, mentre negli anni recenti sempre più numerosi sono stati i prodotti con profilo di rischio contenuto e, quindi, minori costi.

Figura 21 - Commissioni annuali distinte per macrocategorie di fondi comuni aperti italiani



Fonte: elaborazioni Consob su dati di rendiconto.

**Tav.14 - Composizione delle retrocessioni verso collocatori di gruppo o terzi
Dati al 31 dicembre 2006**

Data	Gruppo	Collocamento	Mantenimento	Altre
2003	del gruppo	44,68%	85,69%	76,80%
	non del gruppo	55,32%	14,31%	23,20%
	Totale	100,00%	100,00%	100,00%
2004	del gruppo	46,83%	86,59%	69,99%
	non del gruppo	53,17%	13,41%	30,01%
	Totale	100,00%	100,00%	100,00%
2005	del gruppo	51,71%	87,92%	56,48%
	non del gruppo	48,29%	12,08%	43,52%
	Totale	100,00%	100,00%	100,00%
2006	del gruppo	78,62%	70,04%	60,08%
	non del gruppo	21,38%	29,96%	39,92%
	Totale	100,00%	100,00%	100,00%

Fonte: Elaborazione su banca dati Consob.

3.5 Il regime fiscale degli OICR mobiliari di diritto italiano.

Per gli OICR mobiliari di diritto italiano, la normativa fiscale prevede, in termini generali⁹, l'applicazione di un'imposta nella misura del 12,5% sul risultato della gestione dell'OICR conseguito in ciascun periodo d'imposta.

Tale risultato è determinato al netto dei proventi esenti da imposta o soggetti a ritenuta alla fonte a titolo di imposta o ad imposta sostitutiva ed è calcolato come differenza tra il patrimonio netto iniziale e quello finale degli OICR per ciascun periodo di imposta. Ai fini della corretta determinazione del valore della quota, è necessario, calcolare giornalmente l'ammontare dell'imposta dovuta dal fondo: le società di gestione del risparmio calcolano quotidianamente il risultato della gestione e applicano la relativa imposta, accantonandola in un'apposita voce del passivo. L'imposta è poi versata nelle casse dell'erario nell'anno successivo a quello di riferimento. Ne consegue che il valore giornaliero della quota esprime un valore al netto delle imposte, gravanti sul fondo ma liquidate dalla società di gestione (si parla in tal caso di imposizione sul c.d. "maturato").

Nel caso in cui la gestione abbia prodotto un risultato negativo (patrimonio di fine esercizio inferiore al patrimonio di inizio esercizio), esso può essere sottratto, senza limiti temporali, dagli eventuali futuri risultati positivi per l'intero importo che trova in essi capienza; in tal modo, il fondo potrà pagare meno imposte sui successivi incrementi patrimoniali per un ammontare pari al 12,50% del risultato negativo di gestione, che figura nel rendiconto del fondo come credito di imposta. In termini operativi, la società di gestione accrediterà giornalmente al patrimonio del fondo un importo pari al 12,50% del risultato negativo; il valore giornaliero della quota sarà pertanto incrementato. Il risultato negativo di gestione conseguito dal fondo in un periodo di imposta potrà, inoltre, essere computato in diminuzione dei risultati positivi conseguiti da altri fondi gestiti dalla medesima società di gestione, accreditando una somma di pari ammontare a favore del fondo a cui originariamente spettava.

Per gli OICR esteri armonizzati, tipicamente lussemburghesi o irlandesi, le norme fiscali prevedono generalmente l'applicazione dell'imposta direttamente in capo all'investitore; nulla è, invece, dovuto dall'OICR che, quindi, non vede decurtato il valore del proprio patrimonio e, conseguentemente, del valore giornaliero della quota. Dall'investimento, il

⁹ Per gli organismi che investono in partecipazioni qualificate e che sono sottoscritti da meno di 100 partecipanti, particolari disposizioni prevedono, tuttavia, l'applicazione dell'imposta sostitutiva nella misura del 27% sul risultato maturato della gestione riferibile alle predette partecipazioni; in ogni caso, l'imposta sostitutiva si applica sempre nella misura del 12,50% se le quote sono detenute per oltre il 50% da investitori qualificati diversi dalle persone fisiche (Banche, Sim, fondi pensione, ecc.), a prescindere dalla circostanza che il numero dei partecipanti sia inferiore a 100.

partecipante può conseguire sia redditi di capitale, sia redditi diversi.

Relativamente ai redditi di capitale, la base imponibile, per il partecipante, è rappresentata sia dai proventi periodicamente distribuiti dal fondo (o SICAV), sia da quelli calcolati come differenza tra il valore di riscatto o di cessione delle quote (o azioni) e il valore medio ponderato di sottoscrizione o acquisto delle quote o azioni¹⁰. I proventi connessi all'investimento in OICR esteri armonizzati offerti in Italia sono soggetti ad una ritenuta del 12,50% a cura dell'intermediario residente incaricato del pagamento dei proventi medesimi, oppure del riacquisto o della negoziazione delle quote o azioni. La ritenuta può essere a titolo di imposta (persone fisiche) o di acconto (società di capitali).

Costituiscono, invece, redditi diversi i differenziali positivi o negativi derivanti dalla cessione delle quote o azioni (al netto dei proventi di capitale *pro tempore* maturati) e le perdite di partecipazione direttamente riferibili al decremento di patrimonio rilevato in capo all'organismo di investimento estero (ossia i differenziali negativi rilevati confrontando l'importo affidato in gestione con quello ottenuto attraverso il riscatto delle quote o azioni); tali redditi sono soggetti ad imposizione secondo le regole previste per i singoli regimi impositivi delle plusvalenze (dichiarazione, risparmio amministrato, risparmio gestito).

¹⁰ Cfr. art. 10-ter, comma 1, della legge 23 marzo 1983 n. 77.

4. LA RACCOLTA DEI FONDI COMUNI APERTI DI DIRITTO ITALIANO

4.1 La dinamica del trend negativo

I fondi comuni di diritto italiano hanno registrato, nell'anno 2006, un'accelerazione nel *trend* negativo della raccolta, iniziato nel corso del 2003, a seguito del c.d. "scoppio" della bolla speculativa¹¹.

Prima di procedere alla descrizione delle caratteristiche e delle ragioni sottostanti a tale fenomeno, pare opportuno notare che esso costituisce una caratteristica peculiare dell'industria italiana.

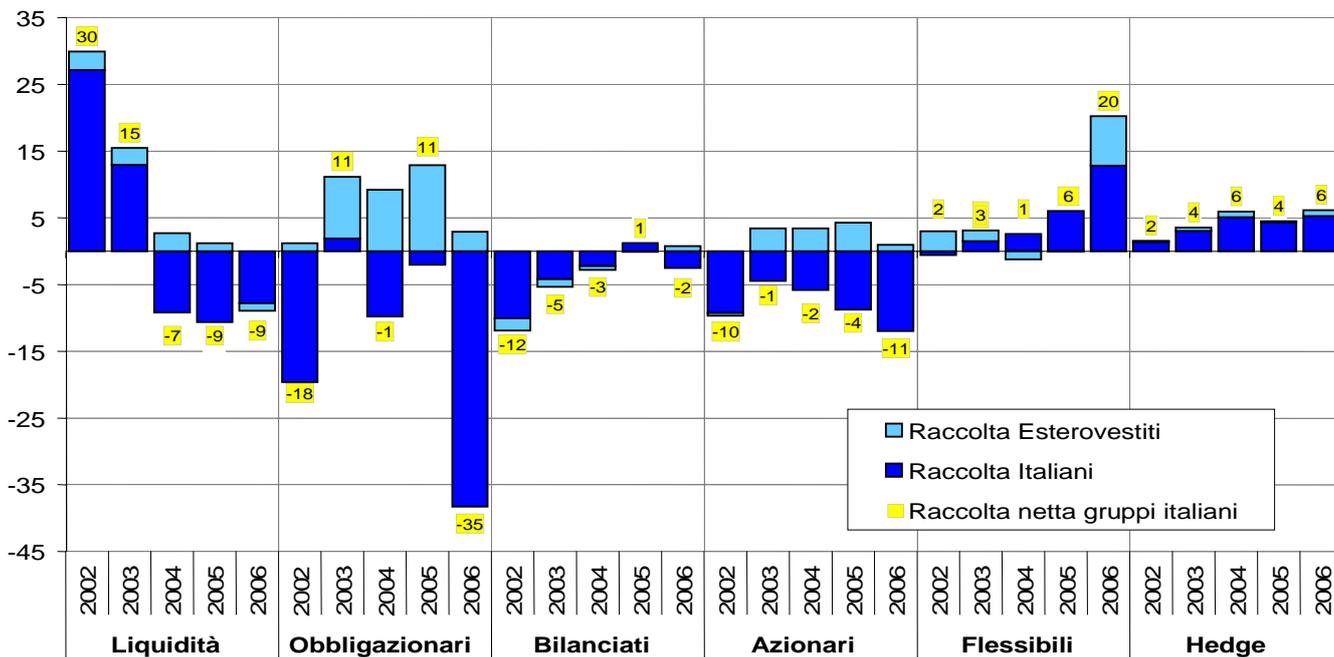
I dati EFAMA evidenziano, infatti, che l'industria europea del risparmio ha registrato nel 2006 una generale crescita dei patrimoni collettivi pari al 14,9%, raggiungendo un valore di 7.574 miliardi di Euro (il patrimonio netto dei fondi UCITS e non-UCITS è pari, rispettivamente, al dicembre 2006, a 5.974 miliardi di Euro e 1.600 miliardi di Euro).

Tra i principali Paesi che presentano una quota di mercato superiore al 5% (Lussemburgo, Francia, Germania, Irlanda, Inghilterra e Italia) solo l'Italia presenta un andamento negativo che ha portato ad una riduzione della quota di mercato rispetto al 2005 dal 6,27% al 5,10%.

Nel dettaglio, si evidenzia che i fondi azionari presentano un andamento costantemente negativo nel periodo 2003–2006, mentre i fondi obbligazionari e liquidità hanno registrato un considerevole deflusso nel 2006. Solo i fondi flessibili presentano una raccolta sempre positiva. Va, peraltro, evidenziato che la complessiva raccolta negativa registrata per i fondi di diritto italiano negli anni dal 2002 al 2005, ad eccezione dell'anno 2003, è stata quasi integralmente compensata dalla raccolta positiva dei fondi di diritto estero promossi da gruppi italiani (cd. fondi *esterovestiti* o *roundtrip*) (cfr. Figura 22).

¹¹ Il *trend* negativo è segnalato anche dal Governatore della Banca d'Italia nelle sue "Considerazioni finali" dell'anno 2006 (Roma, 31 maggio 2007), ove (p. 15) si denuncia che il deflusso dai fondi aperti italiani "... si è intensificato nel periodo più recente: negli ultimi tre anni ha sfiorato i 100 miliardi". Quanto alla diagnosi e a possibili rimedi, il Governatore aggiunge che: "Le strategie del risparmio gestito restano ancora in gran parte subordinate a quelle delle società controllanti: la riduzione del conflitto di interessi insito nell'intreccio azionario con banche e assicurazioni, la concentrazione degli asset managers sono vitali per la crescita del settore. Come ho già avuto modo di osservare, architettura aperta, netta separazione societaria, finanche nella proprietà, sono di beneficio per gli azionisti delle banche, per i clienti dei fondi" (ivi).

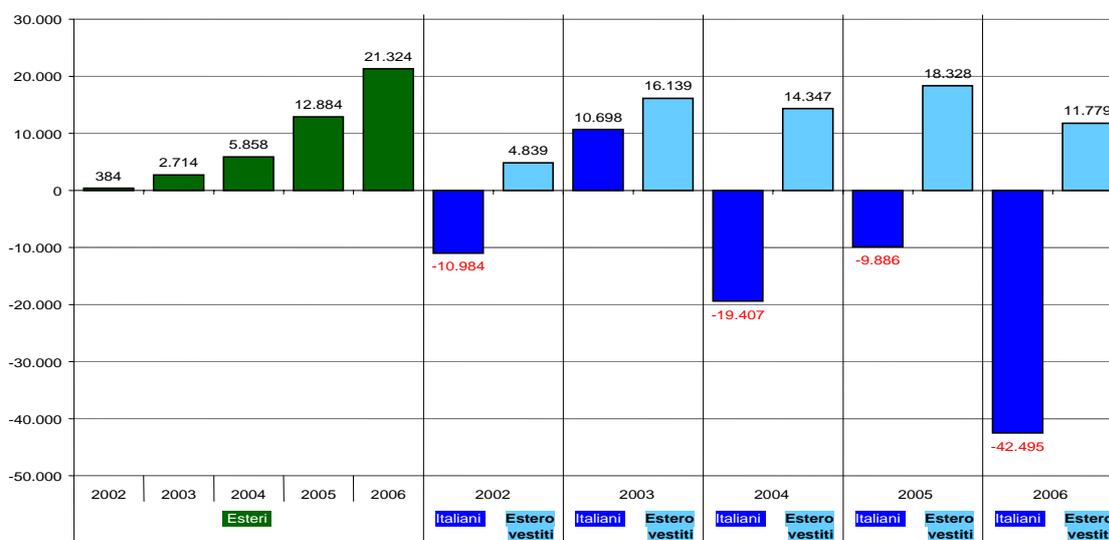
Figura 22: Raccolta fondi comuni di diritto italiano ed esteroinvestiti distinti per categoria di appartenenza. Anni 2002 – 2006. Dati in milioni di Euro.



Fonte: elaborazione Consob su dati Assogestioni.

Nel 2006 si registra, invece, un effetto netto (somma della raccolta dei fondi di diritto italiano ed esteroinvestiti) per i gruppi italiani fortemente negativo (-30 miliardi di Euro), a fronte di una raccolta positiva dei fondi appartenenti a gruppi esteri (+21 miliardi di Euro) (cfr. Figura 23).

Figura 23: Raccolta fondi comuni distinti per domicilio (italiani, esteroinvestiti e esteri). Anni 2002 – 2006. Dati in milioni di Euro.



Fonte: elaborazione Consob su dati Assogestioni.

L'elemento di novità caratterizzante il deflusso dai fondi italiani nell'ultimo anno ha riguardato i fondi obbligazionari e i fondi liquidità, i quali, con una raccolta negativa pari a 44 miliardi di Euro, hanno contribuito in misura determinante al risultato del sistema italiano del risparmio gestito (cfr. Figura 24).

Figura 24: Raccolta fondi comuni distinti per domicilio (italiani, esterovestiti e esteri) e categoria di appartenenza. Anno 2006. Dati in milioni di Euro.



Fonte: elaborazione Consob su dati Assogestioni.

Tale tendenza sembra essere confermata anche dai primi dati di raccolta relativi al 2007:

- la quota di patrimonio rappresentata dai fondi obbligazionari continua a diminuire con riscatti pari a circa 8 miliardi di Euro;
- *trend* negativo anche per i fondi azionari (-4,8 miliardi di Euro), bilanciati (-1,81 miliardi di Euro) e liquidità (-0,89 miliardi di Euro);
- raccolta positiva per i fondi speculativi e per i fondi flessibili (+8,26 miliardi di Euro). In particolare, si segnala che i fondi flessibili aumentati anche nel numero complessivo rappresentano al 30 giugno 2007 circa il 12% del mercato a fronte di un peso del 2,3% al 30 giugno 2004;
- sostituzione del patrimonio investito in quote di fondi italiani con l'investimento in fondi esteri.

Unica eccezione rispetto ai dati del 2006 è rappresentata dalla raccolta dei fondi estero vestiti che nel corso del 2007 hanno fatto segnare una raccolta positiva.

4.2 Le possibili cause

Il *trend* negativo registrato dai fondi comuni di diritto italiano negli ultimi anni, caratterizzato da una forte accelerazione nel corso del 2006, poi confermata nel 2007, è attribuibile ad una serie di concause connesse in parte alle caratteristiche del mercato del risparmio gestito ed in parte a situazioni contingenti.

Tali cause possono essere articolate in due ordini di fattori in funzione degli attori del mercato.

4.2.1 Caratteristiche dell'offerta.

Le ragioni ascrivibili alla struttura dell'offerta sono rappresentate da: a) delocalizzazione della promozione e della gestione dei fondi in Paesi esteri; b) diffusione del multimarca; c) concorrenza di prodotti innovativi a basso costo (es. ETF). In particolare, il risparmio investito in fondi è stato riallocato in strumenti finanziari succedanei quali polizze assicurative e obbligazioni strutturate. Uno dei fattori contingenti di maggiore importanza è collegato, inoltre, al cambiamento della struttura proprietaria di alcuni importanti operatori del mercato.

La descrizione dettagliata delle citate cause viene di seguito affrontata mettendo in risalto la differente importanza relativa esercitata dalle stesse nel corso degli anni.

In particolare, la raccolta (negativa) registrata negli anni 2004 e 2005 è per lo più imputabile alla decisione, assunta da una parte rilevante degli attori del mercato, di delocalizzare la promozione e la gestione dei fondi in Paesi esteri caratterizzati da condizioni di produzione più favorevoli. In particolare, i vantaggi competitivi devono ascrivere a tre fattori: 1) trattamento fiscale dei fondi comuni delle SGR più vantaggioso; 2) presenza di centri di efficienza nella produzione del servizio di gestione collettiva nei Paesi - Lussemburgo ed Irlanda - dove è localizzata la maggioranza dei fondi esteri¹²; 3) arbitraggio regolamentare.

Al riguardo, si sottolinea che alcuni tra i principali gruppi bancari italiani hanno già da tempo iniziato il processo di delocalizzazione delle masse all'estero, tant'è che ad oggi il patrimonio dei fondi esteroinvestiti riconducibili a tali gruppi rappresenta circa il 70% del patrimonio complessivo degli esteroinvestiti (cfr. Tav. 15).

¹² Verosimilmente, dunque, si tratta di una manifestazione specifica del più generale fenomeno della cd. competizione tra ordinamenti europei, su cui, senza pretesa di esaustività, si veda da ultimo M. Becht, C. Mayer, e H.F. Wagner, *Where Do Firms Incorporate? Deregulation and the Cost of Entry*, agosto 2007, ECGI - Law Working Paper No. 70/2006, disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=906066>.

Tav.15 - Controvalore patrimonio gestito in fondi comuni dai primi gruppi bancari italiani

		2004	2005	2006	2004	2005	2006
		Patrimoni (mil Euro)			Percentuale		
Gruppo 1	Italiani	26.856	24.380	19.730	34,4%	26,8%	20,8%
	Esterovestiti	51.266	66.626	75.102	65,6%	73,2%	79,2%
Totale		78.122	91.006	94.832	100,0%	100,0%	100,0%
Gruppo 2	Italiani	53.724	52.446	47.356	50,5%	46,9%	43,2%
	Esterovestiti	52.692	59.481	62.282	49,5%	53,1%	56,8%
Totale		106.416	111.927	109.638	100,0%	100,0%	100,0%

Fonte: elaborazione Consob su dati Assogestioni.

4.2.2 Ulteriori considerazioni in ordine all'evoluzione dell'offerta.

Dal lato dell'offerta, è possibile individuare due principali fattori di cambiamento: a) il mutamento di strategia dei gestori che sempre di più tendono a promuovere prodotti del risparmio caratterizzati dall'investimento in fondi di terzi, prevalentemente di diritto estero¹³; b) la crescente diffusione sul mercato di OICR quotati indicizzati (cd. ETF) connotati da un livello di costo decisamente inferiore rispetto ai fondi italiani con medesimo profilo di rischio/rendimento.

Con riguardo al primo fattore di cambiamento si segnala che, nel primo semestre del 2006, la composizione dei portafogli delle gestioni individuali ha registrato un incremento dei fondi di diritto estero armonizzati (esterovestiti ed esteri puri), rispetto alla fine del 2005, pari al 7%, a fronte di una riduzione dei fondi di diritto italiano di circa il 12%.

La stessa tendenza è stata rilevata anche nella composizione dei portafogli dei fondi comuni aperti di diritto italiano, per i quali si riscontra, nel periodo gennaio - novembre 2006, un incremento dei fondi di diritto estero armonizzati (esterovestiti e esteri puri) del 66% a fronte di una riduzione dei fondi di diritto italiano del 34%¹⁴.

Ulteriori segnali del crescente affermarsi dell'offerta "multimarca" (distribuzione anche di prodotti di terzi) si ricavano dai dati rappresentati nella relazione annuale Assoreti per

¹³ Per l'analisi di alcune problematiche concernenti la commercializzazione di quote/azioni di OICR esteri, cfr. C. Bracaloni, M. Antinarella, F. Martiniello e T. Marcelli, *Indagine sulla trasparenza informativa e sui profili di correttezza comportamentale connessi all'offerta di classi di quote e di azioni relative ad OICR esteri commercializzati in Italia*, Quaderno di Finanza n. 60, Documenti, 2007.

¹⁴ Nel periodo gennaio - novembre 2006, è in generale aumentato il peso delle quote di fondi nel portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano (dal 9% al 13%). Tale cambiamento è diretta conseguenza delle nuove possibilità introdotte dalla UCITS III, che ha esteso l'universo dei titoli oggetto di investimento da parte dei fondi armonizzati, prevedendo la possibilità di investire senza limiti in quote di altri fondi.

l'anno 2006. In particolare, la percentuale di imprese associate che si sono caratterizzate per un'offerta di tale specie è risultata pari al 70% per gli OICR italiani e al 74% per gli OICR esteri. Questa ripartizione si riflette sui valori di attività delle imprese, dove il multimarca ha raggiunto per gli OICR italiani ed esteri, rispettivamente, il 66,2% e l'80% del totale intermediato.

Con riguardo ai fondi indicizzati, si rappresenta che, in poco più di quattro anni, il risparmio investito in ETF è passato da 5,34 miliardi di Euro a fine 2003, a 7 miliardi di Euro a dicembre 2006.

L'azione congiunta dei menzionati fattori ha probabilmente contribuito ad alimentare l'effetto di sostituzione degli OICR di diritto italiano a favore di quelli esteri e degli esterovestiti.

Una parte rilevante della raccolta positiva dei fondi di diritto estero nel 2006 - 9 miliardi di Euro su un totale di 21 miliardi, pari a circa il 46% - è stata registrata da quattro gruppi esteri operanti in Italia, anche attraverso proprie società di gestione. Ai medesimi gruppi è attribuibile una quota ancora più rilevante dei deflussi del sistema Italia (fondi italiani ed esterovestiti), con una raccolta netta negativa di -17 miliardi di Euro su un totale di -30 miliardi, pari a circa il 56%.

La lettura comparata dei dati descritti nella Tav. 16 induce a ritenere che i predetti gruppi esteri abbiano posto in essere una politica di riposizionamento verso l'estero delle masse gestite dalle rispettive società di gestione italiane.

Tav.16 - Flussi di raccolta netta relativi a quattro gruppi esteri operanti in Italia.

	Esteri	Italiani - a -	Esterovestiti - b -	(a + b)
Gruppo 1	7.307	-9.530	-979	-10.509
Gruppo 2	(1)	-906	-755	-1.661
Gruppo 3	1.523	-2.763	-14	-2.777
Gruppo 4	909	-2.281		-2.281
Totale gruppi in esame	9.739	-15.480	-1.748	-17.228
Raccolta mercato risparmio gestito	21.322	-42.680	11.780	-30.900
Incidenza raccolta gruppi in esame sul complessivo	45.68%			55.75%

Fonte: elaborazione Consob su dati Assogestioni.

(1) Per il Gruppo 1 è disponibile solo un dato di raccolta netta per i fondi di diritto estero - pari a +1,5 miliardi - relativo al primo semestre 2006 derivante dai dati di vigilanza della Banca d'Italia.

Se si osserva il fenomeno con riguardo al Gruppo 1 (cfr. Tav. 17), che da solo rappresenta circa il 30% della raccolta a livello di sistema, si evidenzia quanto segue:

- circa il 50% della raccolta estera è motivato dall'investimento nei fondi lussemburghesi e francesi del Gruppo 1 da parte degli OICR italiani gestiti dalla società di gestione italiana di tale gruppo. Un solo fondo, lanciato a fine 2005, ha generato una raccolta positiva per i fondi esteri pari a 2,8 miliardi di Euro;
- una quota rilevante del flusso positivo dei fondi esteri è stato alimentato dal disinvestimento dai fondi di diritto italiano. Dall'esame della composizione dei flussi di investimento/disinvestimento concernenti i fondi del Gruppo 1 è emerso che la preferenza per i fondi esteri è, in parte, giustificata dalla scelta di prodotti caratterizzati da politiche di investimento innovative, non presenti nella gamma offerta dalla società di gestione italiana.

Tav.17 - Variazione consistenze dei fondi del Gruppo 1 nei portafogli dei fondi comuni di diritto italiano della società di gestione italiana di tale gruppo.

	Variazione consistenze (*)	Raccolta Gruppo 1 in Italia	Peso % su Raccolta totale
Esteri	3.712	7.308	50,80%
<i>di cui: fondo lanciato a fine 2005</i>	<i>2.864</i>		
Esterovestiti	120	-976	12,26%
Italiani	-2.226	-9.533	23,35%

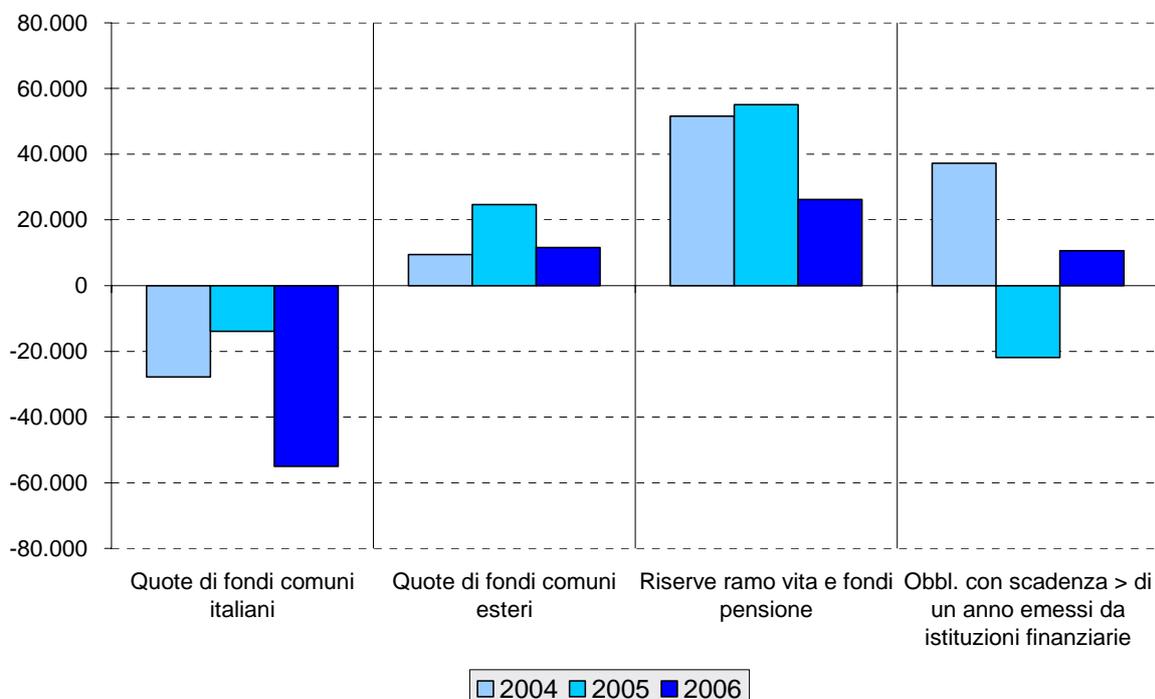
Fonte: elaborazione Consob su dati Assogestioni / Banca d'Italia.

* Il dato è riferito al periodo 31 dicembre 2005 – 30 novembre 2006.

4.2.3 Caratteristiche della domanda.

Il consistente deflusso registrato nel corso del 2006 è imputabile, dal lato della domanda, alla scelta operata dai risparmiatori italiani di riallocare parte del risparmio, segnatamente la quota investita nei fondi obbligazionari, in strumenti finanziari succedanei. I dati relativi alla composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane evidenziano una consistente crescita della componente rappresentata dai titoli obbligazionari bancari con scadenza superiore ad un anno (nel cui ambito rientrano anche le obbligazioni strutturate), nonché delle polizze assicurative (cfr. Figura 25).

Figura 25: Variazione consistenze attivo netto del settore famiglie conti finanziari dell'Italia al 30 settembre 2006. Dati in milioni di Euro.

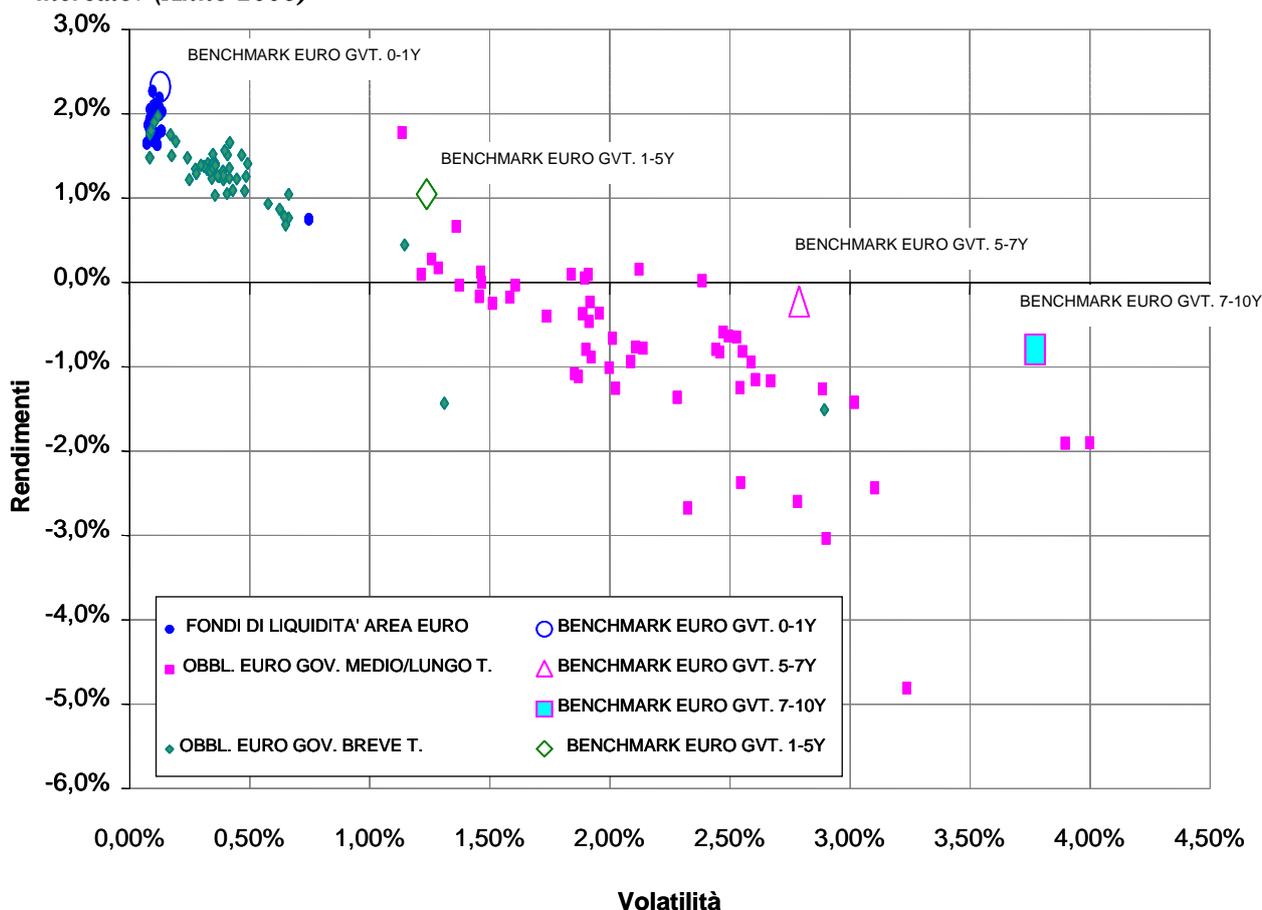


Fonte: elaborazione Consob su dati Banca d'Italia.

Le mutate preferenze dei risparmiatori paiono essere razionalmente legate alla valutazione dei deludenti risultati conseguiti dai fondi liquidità e obbligazionari a breve termine (cfr. Figura 26), che sono stati inferiori a quelli dei titoli di stato di pari durata, per lo più a motivo dei costi di gestione addebitati. L'incidenza percentuale dei costi di gestione per i fondi liquidità e obbligazionari è risultata al dicembre 2005 rispettivamente pari allo 0,83% e all'1,10%.

La maggior parte dei fondi obbligazionari a medio lungo termine (cfr. Figura 26), a seguito della crescita dei tassi di interesse a partire da dicembre 2005, ha invece realizzato nel corso del 2006 rendimenti negativi. Tali risultati hanno disatteso le aspettative degli investitori che, in seguito all'andamento negativo dei mercati azionari nel 2000, si erano orientati verso i fondi obbligazionari - a minor rendimento atteso e con un profilo di rischio contenuto - allo scopo di evitare perdite in conto capitale.

Figura 26: Rischio/Rendimento dei fondi comuni di diritto italiano appartenenti alle categorie "Liquidità Euro", "Obbligazionari Euro Governativi Breve Termine" e "Obbligazionari Euro Governativi Medio-Lungo Termine" a confronto con i benchmark di mercato. (Anno 2006)



Fonte: elaborazione Consob su dati Datastream.

I prodotti strutturati (obbligazioni bancarie strutturate e polizze assicurative) sono riusciti ad affermarsi, rispetto alle forme tradizionali di risparmio gestito, a motivo della:

- i. loro stessa natura di prodotti costruiti ad *hoc* per soddisfare due esigenze: a) proteggere/garantire in tutto o in parte il capitale investito; b) offrire contestualmente la possibilità di partecipare in minima parte ad eventuali andamenti positivi dei mercati azionari;
- ii. assenza di prodotti del risparmio gestito innovativi aventi caratteristiche similari, ad eccezione dei fondi cd. *total return*;
- iii. spinta esercitata dalle reti bancarie *captive* verso tali prodotti, resa possibile all'elevata capacità di indirizzare le scelte del cliente *retail* e incentivata dall'elevata remuneratività di tali prodotti connessa agli elevati costi impliciti degli stessi.

A settembre 2006, le emissioni di obbligazioni bancarie ordinarie ammontavano a circa 68 miliardi di Euro, mentre per le obbligazioni strutturate le emissioni hanno raggiunto circa i 23 miliardi di Euro. La raccolta netta dei premi relativi alle assicurazioni ramo vita, al netto degli oneri per sinistri, è stata nel corso del 2006 pari a circa 37 miliardi di Euro.

5. EVOLUZIONE DEI MODELLI DI BUSINESS NEL MARKETING DEI FONDI: PROFILI GIURIDICI ED ECONOMICI.

Un duplice ordine di fattori (giuridici ed economici) sono destinati ad avere un considerevole impatto sulle caratteristiche strutturali del mercato dei fondi italiani e sull'assetto della distribuzione.

Nella presente parte si darà conto, in primo luogo (§ 5.1), dei principi guida stabiliti dalla Commissione Europea con riguardo alla distribuzione dei fondi e, in seguito (§ 5.2), dei profili di maggior rilievo che riguardano l'impatto delle nuove regole, dettate dal Regolamento Intermediari della Consob, in attuazione dei principi comunitari (direttiva MiFID, di primo e secondo livello), evidenziando (§ 5.3) i cambiamenti operativi ed organizzativi dei modelli di *business* indotti dall'utilizzo della tecnologia telematica.

5.1 I principi-guida indicati dalla Commissione Europea con riguardo alla distribuzione dei fondi.

La Commissione Europea ha affrontato *ex professo* la problematica dei sistemi di distribuzione dei fondi nel "*Libro bianco sul rafforzamento del quadro normativo del mercato unico relativo ai fondi d'investimento*"¹⁵, sancendo la finalità ultima della regolamentazione in materia: la protezione degli interessi degli investitori¹⁶.

Posto questo primario obiettivo, la Commissione muove dalla constatazione che lo scenario attuale del mercato è contraddistinto, sia pure in misura diversa nei singoli Stati membri, dalla pesante incidenza dei costi connessi alla distribuzione che, singolarmente considerati, rappresentano la voce principale del complessivo onere economico gravante sugli investitori.

Oltre all'aspetto concernente la struttura dei costi, la Commissione Europea rileva che la partecipazione alla catena distributiva di più soggetti comporta il rischio dell'insorgenza di

¹⁵ COM(2006) 686 definitivo, Bruxelles, 15.11.2006.

¹⁶ Finalità esplicitata già nella rubrica del paragrafo 2.2 del Libro citato: "*Sistemi di distribuzione: mettere al primo posto l'interesse degli investitori*". Cfr. anche il *Documento di lavoro dei servizi della Commissione* allegato al "Libro bianco", Bruxelles, 15.11.2006, SEC(2006) 1452, dove si prende atto, tra l'altro, che "*Sul versante della domanda i problemi sono riconducibili: [...] a un elevato livello di costi alla fine della distribuzione. Una concorrenza e apertura limitate sono alla base degli elevati costi di distribuzione che, in alcuni Stati membri, possono arrivare al 75% dei costi totali. Le reti di distribuzione sono sempre più complesse e il numero di intermediari è in aumento. Tutti questi fattori possono aumentare le preoccupazioni di una perdita di trasparenza e costi più elevati*" (p. 4).

conflitti di interesse, conseguenti alla diffusa pratica della retrocessione di una parte preponderante delle commissioni di gestione dal gestore dei fondi al distributore degli stessi e alla presenza di incentivi pattuiti *ad hoc*.

La consapevole presa d'atto dei rischi indicati spinge la Commissione a stabilire i seguenti criteri-guida: 1) le commissioni incassate dai distributori devono trovare giustificazione nella prestazione di servizi *pre* e *post*-vendita agli investitori; 2) gli intermediari, che agiscono a diretto contatto con questi ultimi, debbono assisterli diligentemente; 3) i conflitti di interesse vanno resi noti e gestiti; 4) gli incentivi, in particolare, debbono, da un lato, essere esplicitati e resi conoscibili e, dall'altro, vanno ammessi nei limiti in cui essi migliorano la qualità del servizio e rispondono all'interesse del cliente.

Un ulteriore punto qualificante dell'inquadramento della materia fornito dal Libro bianco risiede nell'esplicita riconduzione di alcuni aspetti della disciplina della distribuzione dei fondi nell'alveo della direttiva MiFID, sebbene – come è noto – né il servizio di gestione collettiva, né il prodotto “fondo comune di investimento” rientrino nell'ambito di applicazione diretta di tale atto normativo comunitario¹⁷. Al riguardo, la Commissione Europea reputa infatti che, là dove si tratti di fronteggiare le problematiche dei conflitti di interesse e degli *inducements*, occorre tenere presente che “*la MiFID fornisce gli strumenti per gestire tali aspetti*”¹⁸.

È in tale ottica che si giustifica la trattazione, nella presente ricerca, dei possibili sviluppi della materia della distribuzione dei fondi alla luce delle innovazioni normative introdotte dalla direttiva MiFID e dalle relative misure di esecuzione, recepite dalla Consob attraverso l'emanazione del nuovo Regolamento Intermediari nell'ottobre 2007.

5.2 Modelli distributivi di fondi e normativa di recepimento della direttiva MiFID: vincoli ed opportunità.

5.2.1 La previgente disciplina in materia di distribuzione.

Il tradizionale modello imperniato sul rapporto tra collocatore e gestore non sembra esaurire le possibilità di conformazione delle strategie distributive individuate dalla

¹⁷ La *ratio* dell'esclusione è individuata nel 15° *considerando* della direttiva 2004/39/CE, ove si legge che: “È necessario escludere dall'ambito di applicazione della presente direttiva gli organismi di investimento collettivo e i fondi pensione, siano essi coordinati o no a livello comunitario, nonché i depositari e dirigenti di tali organismi, in quanto essi sono soggetti ad una normativa specifica adeguata alle loro attività”.

¹⁸ Cfr. Libro bianco (pag. 12).

direttiva MiFID e trasposte nel nostro ordinamento con il Regolamento Intermediari adottato dalla Consob con Delibera 29 ottobre 2007, n. 16190¹⁹.

La nuova normativa delinea una nuova e più complessa architettura normativa, che offre soluzioni tese ad incentivare, nell'interesse degli investitori ad ottenere servizi migliori a prezzi competitivi, l'*unbundling* dei servizi e dei costi di distribuzione, da una parte, dai servizi e costi di produzione, dall'altra.

Nel quadro della disciplina italiana antecedente l'entrata in vigore delle norme di recepimento della MiFID (cfr., soprattutto, gli artt. 28 e 29 dell'ormai abrogato Regolamento Intermediari Consob n. 11522/1998), la distribuzione di quote o azioni di OICR da parte di un intermediario era disciplinata dalle norme relative al servizio di collocamento, il quale "*tipicamente si caratterizza per essere un accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta al pubblico, da parte di quest'ultimo, degli strumenti finanziari emessi, a condizioni di prezzo e (frequentemente) di tempo predeterminate*"²⁰.

In tale ambito, l'intermediario-collocatore era tenuto a formulare una valutazione di "adeguatezza" degli strumenti finanziari oggetto di sollecitazione in relazione alla situazione finanziaria, agli obiettivi di investimento e alla propensione al rischio del cliente-investitore. Così, nel servizio di collocamento, l'intermediario era chiamato a svolgere, da un lato, una funzione promozionale a favore dell'offerente (c.d. attività di *selling*) e, dall'altro, una funzione di assistenza dell'investitore, mediante applicazione del test di *suitability* (funzione questa tipicamente connessa ad un'attività consulenziale). Tale assetto di interessi e di impegni spiegherebbe perché l'intermediario-collocatore di OICR veniva remunerato dalle società di gestione anche attraverso la retrocessione delle commissioni annuali di gestione (retrocessione come controprestazione sinallagmatica per una funzione economicamente rilevante, quale si riteneva essere quella di natura *lato sensu* consulenziale, svolta dal collocatore)²¹.

¹⁹ Il Regolamento Intermediari attua la delega normativa di cui agli articoli 6, commi 2, 2-*quater* e 2-*quinquies*, 19, comma 3, 23, comma 1, 25-*bis*, comma 2, 27, commi 3 e 4, 28, comma 3, 30, commi 2 e 5, 31, comma 6, 32, comma 2, 33, comma 2, lettera *e-bis*), 117-*ter* e 201, comma 8, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come modificato e integrato dal d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164.

²⁰ Cfr. Comunicazioni Consob n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997 e n. DIN/1079230 del 19 ottobre 2001.

²¹ In argomento, cfr. N. Linciano e E. Marrocco, *Fondi di fondi e accordi di retrocessione. Analisi degli effetti di retrocessione sulle scelte di investimento e sui costi a carico dei patrimoni gestiti*, Quaderno di Finanza n. 49, Studi e Ricerche, 2002.

5.2.2 Graduatoria degli obblighi (e delle tutele): dalla raccolta e trasmissione ordini in modalità execution only alla consulenza

Il nuovo Regolamento Intermediari si muove secondo le direttrici tracciate dalle fonti comunitarie, con l'obiettivo di realizzare una più efficace tutela dell'interesse del cliente quale destinatario del servizio prestato dall'intermediario, anche nel caso di servizi naturalmente connessi con la "distribuzione" di strumenti finanziari (in particolare, quote o azioni di OICR).

Si mira così ad enfatizzare il concetto di centralità dell'interesse del cliente, come emerge anche dal nuovo art. 5, comma 1, del Testo Unico della Finanza, che attribuisce rilevanza prioritaria agli obiettivi di tutela consistenti nella "salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario" e nella "tutela degli investitori" (rispettivamente lett. *a* e *b*).

I principi-guida della direttiva MiFID che si riflettono immediatamente sul nuovo Regolamento Intermediari sono riassumibili come segue.

1. *Centralità della posizione del cliente.* La MiFID stabilisce il principio generale, secondo cui, nella prestazione dei servizi, gli intermediari agiscono sempre in modo da servire al meglio gli interessi dei loro clienti.

2. *Più accentuata "modularità" dei servizi,* che vengono a distinguersi l'uno dall'altro in termini di contenuto e di valore aggiunto per il cliente. Ciò si riflette nella differenziazione e graduazione delle regole di condotta per gli intermediari, in funzione dei differenti servizi prestati e della tipologia di clienti coinvolti. In particolare, questo approccio sfocia in un differenziato assetto delle regole di conoscenza del cliente (*know your customer*) e di valutazione circa l'adeguatezza (*suitability*) delle sue disposizioni. Le regole di condotta varieranno, dunque, di intensità:

(i) in primo luogo, in relazione ai diversi servizi di investimento: avranno la più estesa portata ("*adeguatezza*"), per i servizi di consulenza e gestione di portafogli; si applicheranno in modo più limitato ("*appropriatezza*"), per gli altri servizi, fino a disapplicarsi del tutto nel caso dei servizi di negoziazione e di ricezione ordini prestati in modalità "*execution only*"; e

(ii) in secondo luogo, in funzione della categoria di appartenenza del cliente (al dettaglio; professionale; controparte qualificata).

3. *Contrattualizzazione dei rapporti con la clientela.* Viene stabilito il principio generale della necessaria contrattualizzazione, nei rapporti con la clientela, dei rispettivi diritti e obblighi delle parti.

4. *Obblighi di best execution.* La MiFID non consente il mantenimento di obblighi di

“concentrazione degli scambi” su determinate sedi di esecuzione e crea i presupposti per la moltiplicazione di tali sedi e la concorrenza tra esse. In tale contesto, assume rilievo centrale la capacità degli intermediari di dotarsi di strategie idonee a garantire per gli ordini dei clienti i migliori risultati ottenibili; i relativi obblighi si applicano ai servizi tipicamente esecutivi, nonché ai servizi di gestione di portafogli e ricezione e trasmissione di ordini, proprio in via di specificazione dell’obbligo di servire al meglio l’interesse dei clienti.

5. *Disciplina degli incentivi* (inducements). La direttiva MiFID di “livello 2” introduce rigorose condizioni di ammissibilità per il pagamento e la ricezione di “incentivi”, specie ove essi costituiscono modalità di remunerazione “indiretta” per il servizio prestato al cliente. Anche in questo caso, la disciplina risulta espressione della centralità dell’interesse del cliente nell’impianto della MiFID. Data l’importanza della disciplina degli *inducements* e il rilevante impatto che essa comporta sulla distribuzione, l’argomento verrà ripreso *infra* (§ 4.1.3).

6. *Regolamentazione degli obblighi informativi*. Si introduce una disciplina dettagliata degli obblighi di informazione degli intermediari nel rapporto con gli investitori, incluso l’importante momento delle comunicazioni di *marketing*, delle quali si rimarcano i necessari requisiti di chiarezza, correttezza e identificabilità.

Il nuovo Regolamento Intermediari, nel disciplinare la “distribuzione” di fondi comuni, segue le linee-guida normative sopra sintetizzate. In particolare, il risparmiatore può accedere o essere orientato ad un investimento in fondi mediante quattro distinte modalità, che implicano distinte relazioni negoziali tra gli intermediari offerenti servizi diversi e gli investitori.

Ciascuna modalità di accesso all’investimento in OICR identifica una specifica attività svolta dall’intermediario nei confronti dell’investitore, che può essere rilevata facendo riferimento a due parametri di valutazione:

- a) la funzione informativa dell’intermediario e la sua incidenza sul processo di formazione della volontà negoziale dell’investitore;
- b) la continuità logico-temporale della relazione intermediario-investitore.

I servizi ed attività di investimento²² che consentono l’accesso ad investimenti in fondi comuni, possono essere distinti in:

²² Cfr. la definizione di cui al nuovo comma 5 dell’art. 1 del TUF, come modificato dal d.lgs. n. 164/2007.

- 1) ricezione e trasmissione di ordini in modalità *execution only*;
- 2) ricezione e trasmissione di ordini (*tout court*);
- 3) collocamento;
- 4) consulenza in materia di investimenti.

Di seguito, si forniscono gli elementi peculiari dei sopra elencati servizi/attività di investimento, focalizzando l'attenzione sul contenuto della prestazione sottostante.

1) RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI IN MODALITÀ “EXECUTION ONLY”

Si tratta di un'operatività che vede il soggetto abilitato attivo in fase di mera ricezione di proposte negoziali specifiche (*i.e.*, complete di tutti gli elementi essenziali) dell'investitore, con successiva esecuzione (direttamente da parte della SGR) o ulteriore trasmissione ad altro soggetto abilitato per la conclusione della sottoscrizione (come avviene, ad esempio, nel caso di utilizzo di piattaforme di distribuzione *on-line*).

L'essenza dell'*execution only* risiede, dunque, nel fatto che non vi è spazio per un'interazione precontrattuale tra intermediario ed investitore, tale da essere determinante nella formazione e perfezionamento del consenso contrattuale di quest'ultimo.

Restano, quindi, esclusi i pregnanti obblighi di assumere dal cliente:

- ai fini della valutazione dell'adeguatezza (artt. 39 e 40 del Regolamento Intermediari), “*le informazioni necessarie in merito a) alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; b) alla situazione finanziaria; c) agli obiettivi di investimento*”;

- ai fini della valutazione dell'appropriatezza (artt. 41 e 42 del Regolamento cit.), le informazioni rilevanti concernenti la sola “*conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio*”.

Data la finalità di massima protezione degli interessi dei clienti, che – come si è già avuto modo di evidenziare – rappresenta il fulcro della direttiva MiFID, si comprende la *ratio* dell'art. 43 del Regolamento Intermediari, che – sulla falsariga dell'art. 19, par. 6, della direttiva MiFID di “livello 1” - ammette la prestazione dei servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti o di ricezione e trasmissione ordini, in modalità *execution only*, solo quando sono soddisfatte alcune condizioni, che concernono:

- (a) l'oggetto dell'investimento; i predetti servizi sono connessi - per quello che qui rileva ad OICR armonizzati;

(b) l'interazione tra cliente ed intermediario; i servizi devono:

(b1) essere prestati a iniziativa del cliente o potenziale cliente;

(b2) il cliente o potenziale cliente deve essere stato chiaramente informato che l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e che pertanto l'investitore non beneficia della protezione offerta dalle relative disposizioni;

(b3) l'intermediario deve comunque rispettare gli obblighi in materia di conflitti di interesse.

Anche la modalità di prestazione dei servizi definibile come “a minor valore aggiunto”, pertanto, grazie all'impostazione voluta dalla MiFID (centralità dell'interesse del cliente), risulta circondata da precise garanzie.

Queste sono particolarmente rilevanti nella prospettiva della disciplina della distribuzione, in quanto incentivano comportamenti consapevoli dell'investitore (iniziativa del cliente e chiara informazione sulle tutele a cui egli rinuncia) e, in ogni caso, si impone il rispetto degli obblighi in materia di conflitti di interesse, profilo quest'ultimo che – data la struttura del mercato italiano, descritta nei paragrafi precedenti – è di estrema rilevanza nel campo della distribuzione di quote di fondi.

2) RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI (*TOUT COURT*)

L'operatività in oggetto ricalca lo schema logico applicato in precedenza, con la differenza che, in questo caso, l'ordine conferito dal sottoscrittore potrebbe risultare specificato solo nel “*genus*” (tipologia di fondo o descrizione delle caratteristiche dell'investimento desiderato), necessitando, pertanto, di un'attività di ricerca/supporto da parte dell'intermediario abilitato²³.

In tale contesto, la prestazione dell'intermediario potrebbe articolarsi in due fasi distinte: la ricerca dei prodotti richiesti dall'investitore e, una volta che la volontà negoziale dell'investitore risulta perfezionata, la successiva raccolta dell'ordine, con conseguente esecuzione o trasmissione dello stesso.

La distinzione dei due momenti in cui si articola la prestazione è assai rilevante dal punto di vista economico-giuridico (e non solo meramente descrittivo), dal momento che pone in

²³ Fermo restando che tale attività non si configuri come consulenza.

luce l'incidenza dell'attività dell'intermediario abilitato sulla formazione della volontà dell'investitore.

In tale ipotesi, difatti, la comprensione del prodotto finanziario da parte dell'investitore che sottoscrive dovrà essere verificata da parte dell'intermediario, tramite la raccolta di informazioni in merito alle conoscenze e alle esperienze in materia di investimenti del soggetto ordinante (test di "*appropriateness*").

Il Regolamento Intermediari esige, dunque, dall'intermediario un comportamento proattivo, che si snoda nei due seguenti momenti, tra loro strettamente collegati:

1) in primo luogo, l'intermediario deve richiedere al cliente di fornire informazioni in merito alla sua conoscenza ed esperienza nel settore d'investimento rilevante per il tipo di strumento richiesto (art. 41);

2) e, in secondo luogo, deve, sotto la propria responsabilità, verificare che il livello di esperienza e conoscenza posseduto dal cliente sia sufficiente a consentirgli la comprensione dei rischi che lo strumento richiesto comporta (art. 42).

Quanto al grado di diligenza insito nella "verifica" *sub* 2), è importante tenere presente che le informazioni che l'intermediario è tenuto a chiedere, ai sensi dell'art. 41, sono assai ricche (spaziano dai tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza al livello di istruzione, la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente: cfr., per maggiori dettagli, l'art. 39, comma 2, richiamato dall'art. 41, comma 1) e, inoltre, che l'intermediario deve vagliare criticamente le informazioni fornite dal cliente, essendogli inibito di fare affidamento sulle stesse, ove siano "*manifestamente superate, inesatte o incomplete*" (art. 39, comma 5, richiamato dall'art. 41, comma 1).

3) COLLOCAMENTO

Nell'esercizio di tale attività, l'intermediario assume le funzioni di vero e proprio "venditore" del prodotto per conto di uno o più gestori. Lo scambio informativo con il cliente avviene spesso su base episodica. Ciò non esclude, peraltro, che esso sia reiterato in relazione allo spettro delle attività promozionali poste in essere dal collocatore sui prodotti che intende commercializzare, fermo restando che dovrà essere rispettato il criterio della coerenza con il profilo del cliente così come rappresentato dallo stesso.

L'attività informativa svolta dal collocatore ha una finalità propriamente *promozionale*, nel senso che mira a veicolare il consenso del risparmiatore su prodotti finanziari compresi in

una gamma di offerta definita, in relazione agli accordi pregressi raggiunti tra collocatore e gestore.

Pertanto, essendo tale attività promozionale strumentale allo svolgimento del servizio di collocamento, ed atta ad intervenire nella formazione della volontà negoziale del sottoscrittore, il soggetto abilitato sarà chiamato a verificare la compatibilità dell'investimento proposto con il profilo del cliente (test di *appropriateness*).

Sono, pertanto, applicabili le norme, di cui ai citati artt. 41 e 42 del Regolamento Intermediari.

4) CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI

Le scelte di investimento e/o disinvestimento sono sempre più frequentemente influenzate in misura decisiva dai consigli forniti ai clienti dagli intermediari.

Su tale constatazione si fonda la scelta comunitaria includere la consulenza in materia di investimenti tra i servizi di investimento che, come tali, richiedono una preventiva autorizzazione (cfr. il 3° *considerando* della direttiva MiFID di “livello 1”).

In attuazione della scelta del legislatore comunitario, l'art. 1, comma 5, del Testo Unico della Finanza (come modificato dall'art. 1 del d. lgs. n. 164/2007) annovera, infatti, la consulenza tra i servizi di investimento²⁴.

Dalla direttiva MiFID (art. 4) è ripresa anche la definizione stessa di consulenza, concepita come *“prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua*

²⁴ Il servizio di “consulenza in materia di investimenti” può essere svolto – ai sensi dell'art. 5, par. 3 della direttiva 85/611/CEE (direttiva UCITS) – dalle seguenti categorie di soggetti autorizzati: imprese di investimento; banche; società di gestione del risparmio. Si rammenta che l'art. 1, comma 1, lett. e) della legge n. 1/1991 includeva la “consulenza in materia di valori mobiliari” tra le “attività di intermediazione mobiliare” (oggi, servizi di investimento). L'esercizio di tale attività era pertanto riservato a SIM e banche ed era subordinato al rilascio di apposita autorizzazione. La direttiva 93/22/CEE, diversamente dalla normativa italiana, ha classificato l'attività di consulenza in esame tra i servizi accessori. Conseguentemente, all'atto del recepimento di tale direttiva, il d. lgs. n. 415/1996 ha ricompreso la consulenza tra i servizi accessori. Tale scelta è stata successivamente confermata nel 1998 dall'art. 1, comma 6, lett. f) del TUF. La classificazione della consulenza tra i servizi accessori (dir. 93/22/CEE; d. lgs. n. 415/1996; TUF) ha determinato la conseguenza che la stessa potesse essere svolta liberamente da chiunque, non essendo sottoposta a riserva di attività né, conseguentemente, a specifica autorizzazione: *“la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari è pertanto libera e può esplicarsi sia in forma individuale che in forma societaria; nella prestazione del servizio di consulenza i soggetti diversi dagli intermediari autorizzati non sono tenuti al rispetto della disciplina delineata dal decreto legislativo n. 58/1998 e dai regolamenti attuativi previsti dal medesimo decreto”* (Comunicazione Consob n. DI/99023323 del 26 marzo 1999).

richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario” (comma 5-septies dell’art. 1 del Testo Unico, inserito dall’art. 1 del d.lgs. n. 164/2007).

La disposizione prosegue con la precisazione che *“La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione”.*

L’elemento centrale della riportata definizione è pertanto la *“raccomandazione personalizzata”*, che – secondo l’art. 52 della direttiva di “livello 2” – è identificabile sia in positivo sia in negativo.

In positivo, perché deve trattarsi di una raccomandazione rivolta *“ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore”*; in negativo, perché la raccomandazione non può essere qualificata come personalizzata, quando *“viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico”*²⁵.

La consulenza, dunque, quale servizio di investimento viene a distinguersi nettamente dalla prestazione di raccomandazioni generali, le quali formano invece oggetto, insieme alla ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria, di un servizio accessorio (art. 1, comma 6, lett. *f*, del TUF, come modificato dall’art. 1 del d. lgs. n. 164/2007).

L’elemento tipologico e caratterizzante della *“personalizzazione”* emerge – oltre che sul terreno soggettivo attinente alla relazione tra intermediario e investitore o potenziale investitore – anche in relazione all’elemento oggettivo concernente lo strumento finanziario avuto di mira. Da quest’ulteriore angolo visuale, la raccomandazione consulenziale riguarderà operazioni che si appuntano su specifici strumenti finanziari.

A tal proposito, è opportuno richiamare il citato art. 52 della direttiva MiFID di “livello 2”, che fa riferimento ad operazioni che rientrano nelle seguenti categorie negoziali:

a) comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell’emittente rispetto a tale strumento;

²⁵ Cfr. anche il 79° *considerando* della direttiva MiFID di “livello 2”, ove si legge che: *“La consulenza in merito a strumenti finanziari fornita in un quotidiano, giornale, rivista o in qualsiasi altra pubblicazione destinata al pubblico in generale (incluso tramite Internet) o trasmissione televisiva o radiofonica non deve essere considerata come una raccomandazione personalizzata ai fini della definizione di «consulenza in materia di investimenti» di cui alla direttiva 2004/39/CE”.*

b) esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario.

Il concetto è ripreso più chiaramente dall'81° *considerando* della direttiva MiFID di "livello 2", a tenore del quale: *"Una consulenza generica in merito ad un tipo di strumento finanziario non è una consulenza in materia di investimenti ai fini della direttiva 2004/39/CE, in quanto la presente direttiva specifica che, ai fini della direttiva 2004/39/CE, la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a determinati strumenti finanziari"*.

La consulenza, quindi, si concretizza in un consiglio su un determinato strumento finanziario, basato sulla valutazione delle esigenze specifiche dell'investitore.

Rimane, pertanto, fuori dall'alveo dei servizi di investimento sottoposti a riserva la consulenza c.d. generica, relativa cioè a tipologie di strumenti (ivi compreso il c.d. *financial planning*, nella misura in cui questa attività non si risolve nella raccomandazione di singoli strumenti finanziari). La consulenza c.d. generica non è, in altri termini, tale da integrare gli estremi giuridici della consulenza *stricto sensu* intesa, ma è momento strumentale e preparatorio (potenzialmente) di ogni servizio di investimento, nella disciplina del quale viene attratta (81° e 82° *considerando* della direttiva MiFID di "livello 2"²⁶).

Da questo punto di vista, la consulenza presenta carattere "trasversale", nel senso che si connota come un servizio, dotato di per sé della vocazione ad essere prestato in associazione ad altri servizi, quali il collocamento o la ricezione e trasmissione di ordini.

Di conseguenza, in relazione a tali ultimi servizi, viene a realizzarsi un elevato livello di tutela del cliente, che può attendersi da parte dell'intermediario una valutazione di *adeguatezza* dei suoi investimenti (che, a sua volta, presuppone un'ampia conoscenza dell'investitore in capo all'intermediario), in luogo della verifica della sola *appropriatezza* dei suoi investimenti (che implica, invece, una conoscenza dell'investitore meno approfondita).

In via astratta, non è escluso che i servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione di

²⁶ L'82° *considerando* della direttiva di livello 2 prevede che: *"Gli atti compiuti dall'impresa di investimento che siano preparatori alla prestazione di un servizio di investimento o allo svolgimento di un'attività di investimento devono essere considerati come parte integrante di tale servizio o attività. Tra tali atti rientra ad esempio la prestazione di consulenza generica da parte dell'impresa di investimento a clienti o potenziali clienti prima o nel corso della prestazione di consulenza in materia di investimenti o di qualsiasi altro servizio o attività di investimento"*.

ordini (o di esecuzione di ordini o negoziazione per conto proprio) siano posti in essere, senza essere “accompagnati” da consulenza.

Tuttavia, nel caso di specie, l’intermediario deve approntare meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali e di controllo) per rendere effettiva la conformazione dei propri dipendenti e collaboratori a predefiniti modelli relazionali, nel presupposto che, di fatto, vista l’ampia nozione di consulenza resa dal legislatore in attuazione delle regole 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 cliente, integrando così la “consulenza in materia di investimenti”.

Particolarmente difficile sul piano fattuale sarebbe il dimostrare di non aver svolto una vera e propria consulenza in materia di investimenti, per quegli operatori che, sulla base di scelte astratte, optassero per la fornitura, ad esempio, di un servizio di collocamento o di ricezione e trasmissione ordini, in abbinamento con un servizio denominato di “consulenza generica”. Infatti, posto che qualsiasi riferimento specifico alla idoneità di un singolo strumento finanziario rispetto alle caratteristiche personali del cliente integrerebbe prestazione al cliente di un servizio di consulenza vero e proprio (governato dalla regola di adeguatezza e non di appropriatezza) occorre che scelte del tipo di quella prefigurata siano opportunamente vagliate, al fine di individuare i concreti meccanismi, processi e strumenti di controllo in grado di renderle effettivamente implementabili.

La soluzione di prestare consulenza in abbinamento agli altri servizi di investimento, diversi dalla gestione di portafogli, si porrebbe, tra l’altro, in linea di continuità con la situazione (di diritto e di fatto) previgente, nella quale tale servizio era ricompreso entro la prestazione dei servizi (ad es., di collocamento; di ricezione e trasmissione ordini nonché di negoziazione per conto terzi) ai quali si associava la possibilità di fornire specifiche indicazioni all’investitore²⁷.

È poi necessario che l’intermediario che decide di prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti precisi preliminarmente l’ambito, il *set*, di prodotti/servizi finanziari sui quali potranno insistere i “consigli di investimento”, al fine di rendere pienamente edotto il cliente circa “l’ampiezza” del relativo servizio.

Così, se ogni servizio di consulenza dovrà garantire il rispetto della regola di

²⁷ Sulla base di questo presupposto il legislatore (d. lgs n. 164/2007), nel disegnare il nucleo della disciplina di passaggio dal vecchio al nuovo sistema, ha previsto l’abilitazione di diritto (dal 1° novembre 2007) al nuovo servizio di consulenza in materia di investimenti per tutti gli intermediari che, al 31 ottobre dello stesso anno, risultavano autorizzati ad un qualsivoglia servizio di investimento.

“adeguatezza”, è evidente come la stessa potrà meglio (e con un maggior valore aggiunto per il cliente) dispiegarsi in relazione ad un più ampio *range* di prodotti che il “consulente” si impegna a considerare nel rilascio dei relativi consigli.

La nuova, rigorosa, disciplina della consulenza (tale da innescare gli obblighi di maggior severità, ossia quelli inerenti all’adeguatezza) può, dunque, avere un impatto considerevole sui modelli distributivi dei nostri intermediari, poiché innalza il già elevato *standard* di diligenza loro imposto e li sospinge verso il polo della diversificazione dei prodotti offerti.

Infine, si precisa che – come emerge dalla disciplina comunitaria - la valutazione dell’adeguatezza (test di “*suitability*”) deve tenere conto degli obiettivi di investimento e della situazione finanziaria dell’investitore. Gli specifici investimenti sono, quindi, valutati in relazione al contributo di rischio che essi apportano al portafoglio finanziario consigliato.

In tal senso, la consulenza prestata nel quadro del servizio di gestione collettiva presenta una marcata affinità con l’attività di gestione di portafogli. Tuttavia, mentre in questo secondo caso è il cliente destinatario dei consigli a decidere in merito all’effettiva attuazione degli stessi, nella gestione collettiva è lo stesso intermediario che, sulla base dei limiti fissati in sede di contratto, individua discrezionalmente l’investimento e lo pone in essere, senza, di norma, alcun obbligo di preventivo vaglio da parte del cliente.

Nella seguente Tav. 18 vengono schematizzati, e posti a confronto con la previgente disciplina di cui all’abrogato Regolamento Intermediari n. 11522/1998, gli obblighi comportamentali cui sono tenuti a conformarsi i distributori nel quadro delineato dalla disciplina di recepimento della direttiva MiFID, mettendo in evidenza gli elementi informativi che devono essere acquisiti dal cliente.

Tav.18 – Confronto tra obblighi previgenti e nuovi in tema di prestazione dei servizi di investimento connessi alla distribuzione di prodotti finanziari.

Servizi di investimento MiFID	Test MiFID – Artt. 39-44 Regolamento Intermediari n. 16190/2007	Elementi MiFID – Artt. 39-44 Regolamento Intermediari n. 16190/2007	Abrogato Regolamento Intermediari n. 11522/1998
- Consulenza - Gestione portafoglio	ADEGUATEZZA	- CONOSCENZA - ESPERIENZA - SITUAZIONE FINANZIARIA - OBIETTIVI DI INVESTIMENTO	- ESPERIENZA - SITUAZIONE FINANZIARIA - OBIETTIVI DI INVESTIMENTO - PROPENSIONE AL RISCHIO
- Altri servizi di investimento	APPROPRIATEZZA	- CONOSCENZA - ESPERIENZA	
- Execution only	NO	NO	Modalità di svolgimento dei servizi non prevista

5.2.3 I riflessi della disciplina comunitaria degli inducements: la retrocessione di commissioni

5.2.3.1 Gli inducements nella direttiva MiFID: condizioni di legittimità

Il concreto esplicitarsi dell'attività distributiva delle quote o azioni di OICR, nel nuovo quadro dei servizi di investimento disegnato dalla disciplina di recepimento delle direttive MiFID, risulta fortemente influenzato dalle regole dettate in tema di *inducements* (artt. 52 e 73 del Regolamento Intermediari, adottato con Delibera Consob n. 16190/2007).

I citati articoli si mantengono fedeli alla disciplina comunitaria, che trova la sua fonte principale nelle disposizioni dell'art. 26 della direttiva MiFID di "livello 2".

La disciplina *de qua* si fonda su una significativa scelta della Commissione Europea: quella di ricondurre i relativi obblighi posti a carico degli intermediari nel quadro dei principi generali di condotta sanciti dall'art. 19, par. 1, della direttiva MiFID di "livello 1", ossia i principi che impongono loro di agire *"in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi"* dei clienti²⁸. La Commissione si è in tal modo, almeno in parte, discostata dall'inquadramento tradizionale²⁹ della problematica, secondo cui il trattamento

²⁸ Su questo profilo la Commissione UE ha chiaramente espresso la propria posizione sia in sede di predisposizione della direttiva di "livello 2" (in tal senso si veda la stessa rubrica dell'art. 26, che richiama l'art. 19, par. 1, della direttiva di "livello 1"), sia in sede di interazione con il CESR nella stesura da parte di quest'ultimo delle proprie "Recommendations" in materia (Documento CESR/07-228b del maggio 2007).

²⁹ "Tradizione", anche comunitaria: cfr. lo Standard CESR del 2002. A livello nazionale, cfr., in particolare, la Comunicazione CONSOB n. 97003202 del 7.04.1997, per il caso di un gestore individuale che benefici di "retrocessione di commissioni" da parte della SGR nei cui fondi investa il portafoglio del cliente gestito"; il Documento di consultazione al mercato sulle riforme al reg. CONSOB n. 11522/1998, pubblicato nell'agosto 2003, sul modello degli *Standard of business conduct rules* elaborati dal CESR nel 2002. Una residua traccia della riconduzione degli incentivi all'istituto del "conflitto di interessi", è costituita dalla menzione degli stessi nell'art. 21, lett. e), della direttiva MiFID di "livello 2", ai sensi del quale, fra i casi di conflitto di interessi, rientrano le fattispecie nelle quali l'intermediario riceve *"da una*

degli incentivi trovava spazio nella cornice della prevenzione dei conflitti di interesse, con l'effetto di conferire al citato art. 26 un ambito di applicazione molto ampio.

In una realtà, come quella nazionale, abituata a posizionare la materia degli *inducements* all'interno dei canoni guida del "conflitto di interessi", il radicamento della materia nella prospettiva della correttezza dei comportamenti comporta, ad esempio, già in sede di interpretazione delle disposizioni comunitarie, che alcune tipologie di incentivo che non sono considerate, in sé e per sé, rilevanti quali fonti di conflitto, *ex art. 21, lett. e)*, della direttiva MiFID di "livello 2", devono comunque rispettare le condizioni stabilite dal successivo art. 26.

Alla luce di ciò, e tenuto conto dell'impatto dell'istituto degli *inducements* su una realtà diffusa, quale la "distribuzione" di quote di fondi comuni per conto delle società-prodotto, è utile interpretare la materia senza trascurare la connessione sistematica tra la disciplina degli incentivi e l'assetto dei servizi di collocamento, ricezione e trasmissione ordini nonché consulenza, sopra tratteggiati.

Vediamo, adesso, più da vicino le disposizioni dell'art. 52 del nuovo Regolamento Intermediari.

La disciplina è così strutturata.

In linea di principio, l'art. 52, comma 1, afferma il divieto per gli intermediari di versare o percepire compensi o commissioni oppure fornire o ricevere prestazioni non monetarie, in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio ad un cliente.

L'articolo in commento individua, poi, *in via di eccezione*, tre ipotesi, enumerate nelle lettere *a)*, *b)* e *c)*.

L'art. 52, comma 1, lett. *a)* consente ogni pagamento (versamento/percezione di compensi, commissioni o prestazioni non monetarie) intercorrente tra l'impresa e i clienti. È infatti evidente che, in relazione alla prestazione di un servizio al cliente, questi effettui dei pagamenti all'impresa di investimento che svolge il servizio, fermo restando che deve esservi una connessione stretta tra la prestazione offerta al cliente e il pagamento ricevuto dall'impresa. In sede comunitaria, è emersa la difficoltà di ricondurre in tale fattispecie il caso della distribuzione di strumenti finanziari, nel quale la remunerazione del distributore avviene ad opera diretta dell'emittente il prodotto o il servizio collocato, che retrocede

persona diversa dal cliente un incentivo, in relazione con il servizio prestato al cliente, sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio".

parte delle commissioni incorporate nel prodotto e pagate dal cliente.

L'art. 52, comma 1, lett. c), ammette quei pagamenti (pur provenienti da terzi) che siano strettamente necessari a rendere possibile la prestazione del servizio al cliente: l'intermediario non potrebbe, infatti, svolgere il servizio se non pagasse, ad esempio, le dovute commissioni di regolamento delle transazioni ovvero di custodia degli strumenti finanziari. Si tratta, infatti, di competenze "*che, per loro natura, non poss[on]o entrare in conflitto con il dovere dell'impresa di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei suoi clienti*".

La parte centrale dell'art. 52 è contenuta sotto la lett. b), che riguarda gli incentivi pagati o ricevuti da soggetti terzi (diversi dai clienti ai quali il servizio è prestato). In tale ipotesi, i pagamenti della specie sono ammissibili solo se ricorrono le seguenti condizioni:

i) gli incentivi devono essere comunicati al cliente in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione del servizio (*disclosure*), specificando l'esistenza, la natura e l'importo degli stessi. Ove l'importo non possa essere accertato *a priori*, deve essere indicato, perlomeno, il metodo di calcolo;

ii) l'incentivo deve essere volto ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non deve ostacolare l'adempimento, da parte dell'impresa, dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente.

L'ipotesi generale, descritta dalla lett. b), rappresenta il paradigma normativo di maggiore rilevanza, dal momento che vanno in esso sussunti i modelli distributivi che attualmente caratterizzano il mercato dei fondi comuni: l'ipotesi tipica e ricorrente è, infatti, quella che vede i collocatori remunerati mediante il versamento di somme di denaro da parte delle "società-prodotto" (e non da parte degli investitori)³⁰.

5.2.3.2 (segue) *Inducements e distribuzione di fondi. La fattispecie più rilevante in concreto: relazione tra "società-prodotto" e distributore.*

È, dunque, opportuno soffermarsi sulla principale fattispecie che interessa il mercato

³⁰ La retrocessione delle commissioni costituisce una pratica molto diffusa non solo in Italia. La legittimità della stessa è giunta al vaglio della Cassazione tedesca, che in un'importante sentenza del 19 dicembre 2006 ha, per così dire, anticipato la direttiva MiFID, sviluppando un *iter* argomentativo, che fa leva su *rationes decidendi* sostanzialmente conformi alle regole rigorose poste dalla direttiva (cfr., per i riferimenti, P.D. Beltrami, *La Suprema Corte tedesca si pronuncia sugli obblighi di comportamento della banca in presenza di retrocessione delle commissioni* («Kick-backs»), in *Rivista delle società*, n. 4, 2007, pp. 914-916).

nazionale, ossia la retrocessione di commissioni dalla “società-prodotto” all’intermediario che quel prodotto distribuisce (in particolare nell’esercizio del servizio di collocamento).

In linea con il citato documento del CESR del maggio 2007, recante raccomandazioni in materia di *inducements*, si osserva che la percezione, da parte del distributore (collocatore/raccoglitore di ordini), di commissioni retrocesse dalla “società prodotto” (dato l’oggetto della presente ricerca, l’ipotesi che rileva è quella della SGR che emette quote di OICR) può considerarsi volta ad aumentare la qualità del servizio fornito al cliente:

- quando il distributore abbina al servizio-base offerto anche il servizio di consulenza in materia di investimenti. In tal caso, opererà la presunzione di cui al 39° *considerando* della direttiva di livello 2, ai sensi del quale, “[...] *la ricezione da parte dell’impresa di investimento di una commissione in relazione ad una consulenza in materia di investimenti o a raccomandazioni generali, in circostanze in cui la consulenza o le raccomandazioni non siano distorte a seguito della ricezione della commissione, deve essere considerata come volta a rafforzare la qualità della consulenza in materia di investimenti data al cliente*”;
- quando la retrocessione consente al cliente di avere accesso ad un più ampio *range* di prodotti, con una conseguente prospettiva di *open architecture* (v. oltre, § 4.2);
- quando il distributore si impegna nei confronti del cliente ad offrire forme di “assistenza”, soprattutto in fase “post-vendita”.

Dalla disciplina comunitaria degli *inducements* emerge, dunque, l’enfaticizzazione della necessità che l’intermediario operi nel chiaro interesse dell’investitore, anche per quell’attività che, in modo atecnico, può definirsi di “distribuzione” di prodotti finanziari e che in Italia assume, tipicamente, la veste della prestazione del servizio di “collocamento”, sulla base di un accordo tra un’impresa di investimento e una società-prodotto.

Nella catena società-prodotto/collocatore/cliente, l’accento è posto sull’anello finale piuttosto che su quello iniziale: l’intermediario collocatore è chiamato ad enfatizzare la propria relazione di “servizio al cliente”, piuttosto che la logica di integrazione verticale (per lo più derivante dall’appartenenza allo stesso gruppo) con il produttore.

La direttiva MiFID impone, dunque, di muovere da un modello basato sull’interesse integrato (fra società prodotto e distributore) alla vendita verso un modello in cui l’intermediario deve concentrarsi sull’esame degli specifici bisogni di investimento del cliente.

In altri termini, è dal contenuto dei servizi resi al cliente finale (e dagli obblighi verso quel

cliente gravanti sull'intermediario) nonché dai vantaggi, diretti o indiretti, che al cliente potranno derivare, che può trarsi giustificazione dei pagamenti ricevuti da terzi.

Tutto ciò implica che, affinché un *inducement* possa dirsi volto ad aumentare la qualità del servizio fornito, occorre (preliminarmente, dal punto di vista logico) che quel servizio abbia un contenuto utile ai fini della massimizzazione dell'interesse del cliente.

Ne consegue che il servizio di collocamento, specie qualora ad esso non si accompagnino prestazioni consulenziali al cliente, dev'essere, per così dire, “riempito di contenuti”; è, in altri termini, necessario (*recte*: giuridicamente doveroso) che siano esattamente identificate le prestazioni che il distributore si impegna ad eseguire a favore del cliente, nella fase iniziale (scelta di un più ampio *set* di prodotti disponibili sul mercato) e nella fase successiva (assistenza post-vendita).

L'*an* e il *quantum* degli *inducements* legittimamente percepibili vengono, così, ad essere condizionati, sul piano concreto, dalla presenza, ampiezza e caratteristiche dei suddetti “ulteriori” contenuti, pattuiti fra cliente e distributore. Così, di norma, la retrocessione di “commissioni di mantenimento” dal produttore al distributore presupporrà un'assistenza post-vendita effettuata dal secondo nei confronti del cliente.

L'innovativa disciplina degli *inducements* contribuisce, dunque, ad alimentare la spinta regolamentare verso la creazione di architetture distributive aperte, in cui il distributore deve agire in coerenza con il dovere di valutare le esigenze specifiche del proprio cliente e di indirizzarlo verso l'investimento in prodotti più convenienti, in grado di soddisfarne i bisogni specifici.

L'industria italiana del risparmio gestito – ancor oggi legata, come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, alle scelte e ai canali distributivi del gruppo di appartenenza – disporrà di maggiori spazi di autonomia operativa e di maggiori incentivi all'innovazione.

5.2.3.3 *Trasparenza e formalizzazione contrattuale*

Si è rilevato che uno degli assi portanti della disciplina comunitaria degli *inducements* è dato dall'obbligo per l'intermediario di garantire piena trasparenza sugli stessi³¹.

L'art. 52 del Regolamento Intermediari (riprendendo l'art. 26 della direttiva MiFID di

³¹ Per comodità di lettura, si riporta il testo della relativa disposizione (art. 26, lett. *b*, punto *i*, della direttiva MiFID di “livello 2”): “*l'esistenza, la natura e l'importo di competenze, commissioni o prestazioni, o, qualora l'importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo di tale importo, devono essere comunicati chiaramente al cliente, in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione del servizio di investimento o accessorio in questione*”.

“livello 2”) salda tra loro i due profili di legittimità degli *inducements*: in primo luogo, sotto il profilo formale, esige che sia data piena *disclosure* (art. 52, comma 1, lett. b1) e, in secondo luogo, dal punto di vista sostanziale, richiede che vengano soddisfatte le condizioni evidenziate nel precedente sottoparagrafo (gli incentivi devono essere volti ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non devono ostacolare l’adempimento da parte dell’intermediario dell’obbligo di servirne al meglio gli interessi: art. 52, comma 1, lett. b2).

Entrambe le disposizioni appena richiamate insistono su un medesimo aspetto: l’informativa sugli *inducements* dev’essere preventiva rispetto alla prestazione del servizio, sicché l’ammissibilità degli “incentivi” va verificata *ex ante*.

Si comprende, allora, l’importanza di una precisa e completa documentazione degli accordi che concernono gli incentivi; accordi che troveranno, di regola, la loro “naturale” veste documentale nel contesto del contratto stipulato con il cliente per la prestazione del servizio di cui trattasi.

Non può, tuttavia, escludersi che l’informativa in parola venga veicolata mediante documento separato dal contratto-base.

Del pari ammissibile, in via generale, pare poi che l’informativa iniziale (relativa, ad es., a criteri di calcolo) possa essere opportunamente integrata, in una fase successiva alla conclusione del contratto, fornendo ulteriori dettagli (ad es., con l’indicazione specifica del *quantum*) e procedendo ai necessari aggiornamenti.

5.3 Evoluzione dei modelli di *business* nel *marketing* di fondi comuni di investimento nell’ottica delle società prodotto.

L’attuale modello di offerta dei prodotti del risparmio gestito esistente in Italia è fondato prevalentemente sulle reti bancarie appartenenti al medesimo gruppo delle SGR. Tale risultato è maturato per effetto di un’opera di fidelizzazione dei clienti, generata da meccanismi di *lock-in* relativi all’offerta congiunta di una pluralità di servizi bancari e finanziari tali da comportare elevati costi di *switching*.

Il complesso dei servizi offerti dai gruppi bancari (per esempio, erogazione dei mutui ipotecari, conti corrente, domiciliazione dei pagamenti, carte di credito, custodia titoli, offerta prodotti finanziari e/o assicurativi ecc.) viene percepito dai clienti come un’utilità generale sganciata dall’effettiva valutazione qualitativa dei singoli servizi e dei relativi costi.

La conseguente rigidità della domanda di servizi finanziari si pone come principale determinante della segmentazione del mercato dei fondi comuni in relazione ad ogni “combinazione” di produzione-distribuzione degli stessi, rendendo tali unità integrate parzialmente immuni dalle dinamiche concorrenziali.

Dal punto di vista dell’interesse dell’investitore, la remunerazione dell’intermediario mediante retrocessioni di commissioni di gestione da parte delle SGR, che caratterizza questo modello di distribuzione, influenza le politiche di *marketing* del distributore che risultano quindi non necessariamente orientate al soddisfacimento ottimale delle esigenze dell’investitore stesso.

Il perseguimento della completezza della gamma di prodotti può non essere accompagnato da una attenta valutazione della profondità e stabilità della domanda (con riverbero sulle dimensioni *sub*-ottimali delle masse dei singoli portafogli collettivi).

Dal punto di vista della SGR, il carattere strumentale dei servizi di gestione rispetto alle scelte commerciali del distributore si pone come freno all’accrescimento di conoscenze professionali e all’aggiornamento tecnologico, potendo per tale via provocare ricadute sulla qualità dell’attività gestoria e, in particolare, sull’adeguatezza delle strutture gestionali rispetto alle caratteristiche di rischio dei prodotti stessi.

L’affermazione della riferita strategia industriale parrebbe trovare un primo ostacolo nella possibilità di basare la struttura di remunerazione del collocatore sulla retrocessione delle commissioni di gestione da parte delle società di gestione dei fondi.

Nel quadro normativo introdotto dalla MiFID, infatti, questa struttura – tipicamente prevista nei contratti di gestione del risparmio - andrebbe giustificata in relazione ad una prestazione di attività a favore dei clienti nell’ambito di un rapporto di durata quale quello di natura consulenziale o in un contratto di distribuzione strutturato in modo da migliorare la qualità del servizio reso e nel rispetto dell’obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente. La scelta tra tali opzioni potrebbe consentire agli investitori di valutare il differente valore aggiunto implicito nella consulenza rispetto agli altri servizi di distribuzione, e conseguentemente apprezzare la congruità delle differenti remunerazioni.

Il modello di *business* basato sull’integrazione verticale tra produzione e distribuzione può inoltre presentare aspetti di fragilità alla luce dell’acuirsi delle dinamiche competitive esercitate da prodotti alternativi. Ne sono un chiaro esempio la recente diffusione di fondi indicizzati quotati accessibili mediante servizi di negoziazione e il cui *pricing* è frutto di una politica di *marketing* aggressiva; la diffusione di prodotti succedanei quali le polizze assicurative e le obbligazioni strutturate.

In tale contesto, le società prodotte sono chiamate ad operare scelte strategiche volte ad accentuare l'indipendenza dalle reti dei gruppi di appartenenza, anche per il conseguimento di più elevati livelli di efficienza nella prestazione del servizio.

Tale obiettivo potrebbe essere perseguito, in primo luogo, attraverso il miglioramento dei meccanismi di *governance* (ad esempio, mediante l'aumento del numero degli amministratori indipendenti nei consigli di amministrazione; attraverso la riduzione del numero di amministratori con incarichi operativi presso altre società del gruppo di appartenenza della SGR), ovvero mediante un cambio degli assetti proprietari.

In proposito, il Governatore della Banca d'Italia ha in più occasioni evidenziato la necessità di *“garantire l'indipendenza delle società di gestione del risparmio dai gruppi bancari e assicurativi che le controllano e che ne distribuiscono i prodotti. Questo può avvenire attraverso rigorosi presidi di governance o, se insufficienti, attraverso decisioni che incidano sugli assetti proprietari. (...) Occorre che gli operatori, in particolare le banche, rendano autonome le società di gestione del risparmio; permettano la concorrenza nella distribuzione dei prodotti, al fine di ridurre i costi per i risparmiatori”*³².

Da ultimo, nel corso della Giornata Mondiale del Risparmio, il Governatore ha ribadito che: *“L'autonomia delle società di gestione dalle banche favorisce l'adozione di strategie di sviluppo, sorrette dai necessari investimenti; mette i centri di produzione in condizione di crescere, anche con operazioni di aggregazione, e di proporsi con successo al di fuori delle reti di gruppo e sui mercati internazionali. La presenza di una maggioranza di consiglieri indipendenti negli organi decisionali può rappresentare l'inizio di questo percorso. Vari operatori si sono avviati su questa strada; al 30 giugno scorso, tuttavia, i consiglieri indipendenti erano ancora il 25 per cento del totale”*³³.

Conseguentemente, in un'ottica di indipendenza rispetto al canale *captive*, risulta complementare la ricerca da parte delle SGR di modelli di *business* alternativi per il *marketing* dei prodotti.

Nei paragrafi successivi vengono esaminati alcuni modelli alternativi presenti sul mercato che potrebbero rivelarsi idonei al perseguimento di tale finalità, evidenziando eventuali soluzioni operative che possono favorirne lo sviluppo.

³² Cfr. *“Crescita e stabilità nell'economia e nei mercati finanziari”*, Intervento del Governatore della Banca d'Italia Mario Draghi, Torino, 3 febbraio 2007.

³³ Giornata Mondiale del Risparmio del 2007, Intervento del Governatore della Banca d'Italia Mario Draghi. Roma, 31 ottobre 2007.

5.3.1 La distribuzione in open architecture mediante piattaforme telematiche.

Sulla scena internazionale, negli anni si stanno affermando nel mercato della distribuzione dei fondi comuni intermediari volti a promuovere la commercializzazione di prodotti gestiti da operatori terzi rispetto alle proprie strutture di gruppo (c.d. *open architecture*).

L'intento perseguito è quello di ricercare la creazione di valore mettendo a disposizione dei clienti un ampio ventaglio di opzioni di investimenti diversificati per profili di rischio, costi, stile di gestione e altro. Gli investitori-*target* sono per lo più persone dotate di un buon livello di cultura finanziaria, capaci di scelte consapevoli di investimento.

Nelle modalità distributive tradizionali, basate cioè sull'accordo tra il distributore e una pluralità di società di gestione di fondi comuni, la strategia *open-architecture* risolve parzialmente i problemi di incompletezza dell'offerta ma, in ogni modo, rimane esposta ai rischi operativi inerenti al profilo organizzativo di gestione dei flussi informativi con le diverse società di gestione e/o le banche depositarie in relazione alla trasmissione di ordini di sottoscrizioni e rimborsi di quote di fondi.

Un'evoluzione del modello suddetto, che sfrutta le nuove potenzialità offerte dall'*information technology*, è rappresentato dalla distribuzione mediante l'utilizzo di piattaforme elettroniche/telematiche che consentono ad altri distributori e/o a clienti istituzionali/*retail* di accedere a funzionalità informative e dispositive per operare investimenti in quote di fondi.

Tali piattaforme connettono tipicamente le società di gestione con i distributori o gli investitori finali, gestendo i flussi informativi e di *settlement* da e per la banca depositaria, ed eventualmente con altri soggetti che intervengono nell'operazione (il *fund administrator* - amministratore delle contabilità dei fondi; il *transfer agent* -soggetto che registra i nominativi dei sottoscrittori ecc.). L'utilizzo delle piattaforme informatiche per la distribuzione di fondi consente una riduzione dei costi operativi e amministrativi per i distributori, favorendo la diffusione ai clienti di informativa generale (prospetto informativo e rendicontazione periodica) e specifica (analisi statistiche dei rendimenti/rischio) relativa ai fondi offerti e ai relativi gestori.

Un ulteriore modello distributivo che sfrutta le potenzialità delle piattaforme elettroniche/telematiche è rappresentato dalla quotazione di quote di fondi comuni aperti (non indicizzati) in un segmento di mercato telematico.

La peculiarità di tali segmenti di mercato è rappresentata dal fatto che le contrattazioni sono regolate tutte a fine giornata al NAV di riferimento dei fondi. Il vantaggio per le

società prodotto è rappresentato dalla possibilità di poter accedere ad un platea ampia di negoziatori senza dover preventivamente definire accordi di collocamento, mentre per gli investitori si apre l'opportunità di accedere a classi con una struttura di remunerazione priva degli impliciti costi destinati a remunerare i servizi resi dal collocatore.

Un esempio efficiente di tali piattaforme elettroniche/telematiche è stato realizzato nel febbraio 2007 da NYSE Euronext (società di gestione di mercati nata il 4 aprile 2007 dalla combinazione di NYSE Group Inc. ed Euronext N.V.) con il lancio di "Euronext Fund Service". Euronext Fund Service rappresenta un nuovo modello per lo scambio (sottoscrizione/rimborso) di quote di fondi comuni aperti, diversi dagli ETF, che si realizza mediante la quotazione delle quote stesse in un mercato regolamentato³⁴.

L'adesione ad un modello di distribuzione c.d. *open architecture* su supporto di piattaforme elettroniche potrebbe consentire al distributore l'allargamento della propria attività tradizionale, in relazione alla tipologia di clientela e alla natura del servizio richiesto.

Questo canale di attività permetterebbe ai distributori di affiancare al tradizionale servizio di collocamento, svolto sulla base di accordi con i gestori in merito alla promozionale/sollecitazione dei prodotti (*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 comuni supportate dalle funzionalità della piattaforma (servizio di raccolta ordini con ricerca).

In particolare, la piattaforma di mercato consente di offrire agli investitori un accesso diretto a funzionalità dispositive ed operative in relazione all'investimento in fondi, secondo modalità che potranno sfruttare le aperture normative introdotte dalla MiFID in riferimento alla mera esecuzione e/o trasmissione di ordini disposti ad iniziativa del cliente (c.d. modalità *execution only*).

³⁴ I principali vantaggi del servizio offerto dalla NYSE Euronext a favore dei *broker* sono rappresentati da:

- prezzi delle transazioni basate sul NAV dei prodotti;
- nessuna differenza (*spread*) tra prezzo di sottoscrizione e prezzo di rimborso;
- esecuzione di tutti gli ordini in un unico momento, successivo all'immissione;
- unico orario per l'accettazione degli ordini (*cut-off time*);
- unico prezzo per tutti gli ordini sullo stesso fondo;
- servizi di compensazione e regolamento (*clearing e settlement*) accentrati;
- piena trasparenza *post*-negoziazione.

In pratica, lo scambio delle quote dei fondi, indipendentemente dal canale distributivo, viene accentrato su un'unica piattaforma elettronica dove il prezzo di negoziazione è rappresentato dal NAV dei fondi stessi, ovvero del valore delle quote derivante dalla valorizzazione degli *asset* in portafoglio.

Il NAV dei fondi è pubblicato sul sito *Internet* della società di gestione, consentendo all'investitore di verificare esattamente la relazione tra prezzo pagato al *broker*/collocatore ed il NAV del fondo stesso.

Attualmente su Euronext Fund Service sono quotati circa 300 fondi comuni aperti, gestiti da 50 diverse società di gestione, per un totale di patrimonio pari a circa 65 miliardi di Euro.

In linea generale, le modalità di utilizzo di piattaforme elettroniche permettono agli intermediari di ampliare notevolmente l'offerta di prodotti con costi di struttura decisamente ridotti in rapporto alle modalità tradizionali. In secondo luogo, queste modalità di articolazione della distribuzione dei fondi consentono di raggiungere un più ampio spettro di investitori: gli investitori sofisticati attraverso l'offerta del servizio di esecuzione di ordini disposti su fondi selezionati su universo vasto e diversificato di prodotti (piattaforme di mercato), e gli investitori meno sofisticati mediante l'attività di collocamento/ricerca con mezzi professionali e rapidi (piattaforme tradizionali).

Nell'attività di raccolta degli ordini in *execution only*, la remunerazione dell'intermediario che proviene interamente dall'investitore che fruisce del servizio è dovuta nella forma di una commissione assimilabile a quella di negoziazione, dal momento che la prestazione resagli non assume la forma di promozione o ricerca. Nell'attività di collocamento svolta nell'ambito delle piattaforme tradizionali, invece, la remunerazione del distributore potrebbe assumere la forma di una commissione di sottoscrizione direttamente liquidata dal cliente, nonché di un compenso in misura fissa corrisposto dalle società di gestione aderenti alla piattaforma a titolo di rimborso dei costi di struttura.

Dal punto di vista degli intermediari-gestori, si ampliano le opportunità di accesso (anche diretto) al mercato *retail* e pertanto si pongono i presupposti per operare in modo efficiente sulla base delle proprie competenze professionali di tipo specialistico.

5.3.1.1 La dematerializzazione delle quote dei fondi: i vincoli della normativa italiana e le nuove prospettive

In Italia, la normativa attualmente vigente in materia di quote di fondi comuni³⁵ costituisce un freno all'affermazione di piattaforme elettroniche/telematiche. In particolare, l'attuale gestione dei certificati rappresentativi delle quote dei fondi presuppone un preventivo accordo tra la SGR emittente le quote, gli intermediari collocatori e la banca depositaria per la gestione dei relativi flussi informativi.

La normativa prevede che le quote di partecipazione ai fondi siano rappresentate da certificati nominativi o al portatore (a scelta del partecipante), rilasciati su richiesta degli investitori e a loro spese. Tuttavia, poiché il partecipante non richiede solitamente l'emissione del certificato individuale, per ciascun fondo le SGR emettono un certificato cumulativo rappresentativo della pluralità delle relative quote.

Tale certificato:

- a) è tenuto in deposito gratuito amministrato presso la banca depositaria, con rubriche distinte per singoli partecipanti eventualmente raggruppate per i soggetti collocatori con i quali la SGR ha stipulato un accordo di distribuzione;
- b) non è un titolo di credito, costituendo solo espressione documentale della posizione contrattuale di partecipazione al fondo³⁶.

L'immissione nel certificato cumulativo impedisce, pertanto, la circolazione delle quote di partecipazione dei fondi comuni aperti. Viceversa, circolano liberamente le quote di partecipazione ai fondi, dematerializzate secondo quanto previsto dal D.Lgs. 24 giugno 1998, n. 213 (cd. Decreto Euro) e dalle relative disposizioni attuative, che sono immesse in un sistema di gestione accentrata (ad es., il sistema di Monte Titoli S.p.A.).

In particolare, la normativa³⁷ prevede che la dematerializzazione delle quote di fondi sia obbligatoria solo qualora le stesse vengano negoziate o destinate alla negoziazione in mercati regolamentati italiani (fondi chiusi mobiliari o immobiliari, ETF), mentre negli altri casi (fondi mobiliari aperti) è esclusivamente volontaria³⁸. Si pone in linea con tale assetto normativo anche il regolamento congiunto Consob-Banca d'Italia, avente ad oggetto la *“Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di*

³⁵ Cfr. artt. 36, comma 8 e 38 TUF, e Titolo V, Capitolo IV del Regolamento Banca d'Italia 14 aprile 2005.

³⁶ L'immissione delle quote nel certificato cumulativo non impedisce al partecipante di richiedere in ogni momento l'emissione del certificato singolo e alla banca depositaria di procedere al frazionamento del certificato cumulativo, anche per separare i diritti dei singoli partecipanti.

³⁷ Cfr. artt. 48, comma 3 e 49, comma 2, Regolamento Consob n. 11768/98 in materia di mercati.

³⁸ Cfr. artt. 85, 86 e 87 del TUF e artt. 22, 23, commi 1 e 3, e 28, comma 3, Regolamento Consob n. 11768/98 in materia di mercati.

*garanzia e delle relative società di gestione*³⁹. Pertanto, la dematerializzazione delle quote dei fondi aperti (diversi dagli ETF) continuerà ad essere rimessa alla scelta discrezionale delle società di gestione del risparmio.

Al riguardo, si segnala che fino ad oggi le società di gestione del risparmio non hanno mai fatto ricorso, per le quote di fondi aperti, al sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione, attesa la mancanza di un obbligo in proposito.

Tale scelta pare aver contribuito a frenare la possibilità dei partecipanti di “passare” da un collocatore ad un altro conservando l’investimento in quote di fondi aperti sottoscritte presso il primo. In concreto, la libertà di “passare” ad altro collocatore è attualmente limitata dal fatto che la banca depositaria, operando per conto della società di gestione del fondo, dovrebbe stabilire interrelazioni con collocatori diversi da quelli prescelti dal gestore collettivo; ciò vincola il partecipante che intende trasferire la propria posizione su un conto acceso presso altro intermediario a richiedere il rimborso delle quote detenute ovvero l’emissione di un certificato nominativo, sopportando i relativi costi.

Al fine di superare le difficoltà esposte, si potrebbe passare ad un regime obbligatorio di gestione accentrata delle quote dei fondi aperti in regime di dematerializzazione, similmente a quanto avviene per le quote di ETF (o di fondi chiusi) in base alle previsioni del D.Lgs. n. 213/1998. In tale direzione, si rileva che nel 2004 la Monte Titoli S.p.A. ha progettato un sistema di gestione accentrata e dematerializzazione delle quote dei fondi comuni aperti, al quale possono accedere tutti gli intermediari (la SGR aderisce come emittente).

In base a tale sistema, le informazioni relative alle sottoscrizioni e ai rimborsi vengono inviate dagli intermediari alla Monte Titoli che “netta” le posizioni dei partecipanti e chiede alla società di gestione del risparmio l’emissione di quote per il numero netto tra sottoscrizioni e rimborsi richiesti. Gli intermediari che non aderiscono direttamente al sistema di Monte Titoli possono trasmettere gli ordini ad altri intermediari aderenti.

Secondo la predetta procedura, la società di gestione del risparmio sarebbe impossibilitata

³⁹ In tale testo regolamentare è previsto che le quote dei fondi comuni di investimento sono ammesse alla gestione accentrata “*purché liberamente trasferibili*” (cfr. art. 11, comma 1, lett. c); che le società di gestione del risparmio sono ammesse al servizio di gestione accentrata, in qualità di intermediari, limitatamente alla gestione di portafogli su base individuale e limitatamente agli “*strumenti finanziari di propria emissione*” (cfr. art. 12, comma 1, lett. c) ed e); che le quote di fondi comuni, qualora negoziate o destinate alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani (è il caso di fondi chiusi ed ETF), “*sono immess[e] nella gestione accentrata in regime di dematerializzazione, ai sensi dell’articolo 28, comma 1, del decreto euro*”, ossia il Decreto Euro (cfr. art. 16, comma 3), mentre in mancanza di negoziazione o destinazione alla negoziazione (è il caso dei fondi aperti italiani) possono essere immesse nella gestione accentrata in regime di dematerializzazione su richiesta della società emittente (art. 16, comma 5).

ad identificare i singoli partecipanti al fondo, contrariamente ai diversi intermediari collocatori e al soggetto che gestisce il sistema di accentramento. Resta fermo che in caso di eventi riguardanti il fondo (ad es., distribuzione dei proventi), la società di gestione del risparmio verrebbe comunque informata sull'identità dei detentori delle quote secondo la procedura prevista per le società quotate⁴⁰. Al sistema in parola potrebbero aderire anche soggetti esteri, come EuroClear, ai quali si potranno successivamente riferire intermediari di diritto estero.

La realizzazione di un sistema di gestione accentrata e dematerializzazione per le quote dei fondi aperti costituirebbe il presupposto tecnico per consentire a regime l'affermazione di piattaforme elettroniche/telematiche di negoziazione di tali strumenti finanziari.

La Borsa Italiana S.p.A. si è mossa in questa direzione dal 2003 con uno studio di fattibilità di una microstruttura innovativa di negoziazione delle quote di fondi aperti diversi dagli ETF, in base alla quale tali strumenti finanziari verrebbero negoziati al NAV, con un'unica fase d'asta e con l'ausilio di un operatore specialista incaricato dalla società di gestione del risparmio. La piattaforma di negoziazione ipotizzata da Borsa Italiana, sul modello di NYSE Euronext (cfr. nota 32), consentirebbe sia lo scambio di quote di partecipazione già emesse, sia la possibilità di gestire ordini di sottoscrizione di quote di nuova emissione o di rimborso di quote già emesse e detenute dai partecipanti; ciò che avviene attraverso un meccanismo di "compensazione" delle quote oggetto di PdN, integrato con flussi di sottoscrizione o rimborso di quote in eccesso o in difetto dall'operatore specialista verso la società di gestione del risparmio. Tale ultima società sarebbe in grado di assolvere agli obblighi informativi relativi ai fondi aperti così negoziati mediante la disponibilità di appositi periodici flussi informativi⁴¹.

⁴⁰ Il sistema in discorso, pur presupponendo una modifica delle modalità di tenuta del registro dei sottoscrittori dei fondi, non determinerebbe problemi di controllo dei flussi di sottoscrizione e rimborso, che verrebbero o "spostati" sugli intermediari aderenti al sistema di gestione accentrata o eventualmente resi possibili tramite dei *report* periodici inviati dal gestore del sistema (Monte Titoli) alle SGR.

⁴¹ Poiché la negoziazione al NAV tutela massimamente l'investitore, i "fondi aperti negoziati al NAV" sarebbero esentati dalla diffusione giornaliera delle informazioni previste per gli ETF, quali l'*Indicative Net Asset Value* (c.d. iNAV), la composizione del patrimonio del fondo, il paniere di strumenti finanziari e l'ammontare in denaro da consegnare per sottoscrivere una quota (c.d. *creation basket*) e il numero di quote emesse o rimborsate.

5.3.2 I casi MPS Asset Management SGR SpA e LYXOR International AM SA.

MPS Asset Management SGR

Tra le strade percorse per una maggiore autonomia delle società di gestione del risparmio si segnala, nel panorama italiano, la scelta strategica del Monte dei Paschi di Siena incentrata sulla ricerca di un *partner* industriale di elevato livello internazionale – a cui cedere una quota del 33% della SGR di gruppo (la MPS Asset Management SGR) – nonché di un *partner* finanziario, tipicamente un fondo di *private equity*, al quale cedere un'ulteriore quota di partecipazione del 33% al capitale del medesimo soggetto gestore, al fine di creare una società in cui nessuno dei soci detiene una quota di controllo di diritto. Il *partner* industriale, selezionato tra le principale case di investimento internazionali, dovrebbe permettere di acquisire competenze di gestione specialistiche e l'accesso ad una tipologia di clientela maggiormente diversificata. Il *partner* finanziario dovrebbe, invece, supportare la strategia di crescita della SGR.

La MPS Asset Management SGR tende in tal modo a proporsi sul mercato con un assetto proprietario che la rende maggiormente indipendente, in vista di una specializzazione nella gestione di prodotti ad alto valore aggiunto (Hedge Fund, Fondi *total return*, Fondi di *private equity*, ecc.).

Lyxor Internatinal AM

La Lyxor Internatinal AM è una società di diritto francese appartenente al gruppo Société Générale, autorizzata dall'autorità di vigilanza francese (AMF) nel 1998 alla gestione collettiva del risparmio. Negli ultimi anni tale Società ha rappresentato un esempio di successo nel mondo del risparmio gestito europeo grazie alla specializzazione nella gestione di prodotti innovativi. La Lyxor ha registrato una crescita costante del patrimonio in gestione passato da 4 miliardi del 2000 a circa 70 miliardi del 2007. Un importante fattore di crescita è riconducibile all'offerta di fondi indicizzati (ETF) quotati nelle principali piazze europee, rappresentanti circa 1/3 della massa gestita dalla Società. Tali fondi essendo accessibili alla clientela *retail* esclusivamente tramite piattaforme elettroniche hanno consentito alla Lyxor di poter superare le barriere all'entrata poste dalla struttura distributiva.

La Lyxor gestisce attualmente 330 fondi distinti in tre grandi famiglie di prodotti: 254 Fondi strutturati (fondi cd. "a formula"), 70 Fondi indicizzati (ETF) e 6 fondi speculativi.

Figura 27: Evoluzione del patrimonio in gestione della LYXOR International AM
 Dati in miliardi di Euro



Fonte: Dati Lyxor.

6. CONCLUSIONI

L'industria del risparmio gestito, di fronte all'acuirsi delle spinte competitive originate dall'armonizzazione delle normative europee e all'integrazione dei mercati finanziari, è chiamata ad importanti scelte strategiche circa i propri modelli di *business*.

I principali fattori esogeni indicati dall'industria quali cause dello svantaggio competitivo – concorrenza di prodotti succedanei caratterizzati da minore trasparenza ed arbitraggio regolamentare conseguente a procedure amministrative semplificate – sono stati rimossi grazie alle recenti scelte regolamentari della Consob. I prodotti finanziari (fondi comuni, polizze assicurative e obbligazioni strutturate) caratterizzati dal medesimo profilo di rischio sono oggi sottoposti al medesimo regime di trasparenza e correttezza in sede di distribuzione. Per quanto concerne le procedure amministrative di autorizzazione per i fondi comuni si segnala che la proposta di revisione del Regolamento Emittenti in consultazione dal dicembre u.s., coerentemente con le scelte operate dal legislatore nazionale, è volta ad eliminare la necessità di atti autorizzativi per la pubblicazione della documentazione d'offerta.

Permane lo svantaggio competitivo rappresentato dal regime fiscale che caratterizza i fondi di diritto italiano, tassati sul “maturato” e non sul “realizzato”, che richiede un intervento da parte del legislatore primario già sollecitato dalla Consob in più occasioni.

L'industria è chiamata a non sottovalutare le criticità endogene alla stessa struttura del mercato del risparmio gestito individuabili nel modello distributivo di tipo *captive* che sino ad oggi ha caratterizzato la vendita dei fondi, così sintetizzabili:

- ❖ il predominio delle politiche di *marketing* del distributore nel *product design*, che costituisce per le SGR un freno al perseguimento di politiche di specializzazione e al conseguimento di masse critiche;
- ❖ la prevalenza di condizioni di rigidità del *pricing* dei prodotti, basate sull'applicazione di un elevato “ricarico” all'investitore finale rispetto al costo unitario di produzione, con effetti sfavorevoli sui rendimenti dei fondi, soprattutto monetari ed obbligazionari;
- ❖ la carenza di strategie volte al consolidamento dell'industria, finalizzate a produrre una maggiore efficienza in termini di prezzi e qualità del servizio prestato.

La conquista di una maggiore autonomia rispetto alle scelte dei gruppi di appartenenza consentirebbe alle SGR di concentrare maggiori risorse nell'accrescimento di conoscenze professionali e nell'aggiornamento tecnologico, con ricadute sulla qualità generale

dell'attività gestoria ed, in particolare, sull'adeguatezza delle strutture di gestione rispetto alle caratteristiche di rischio dei prodotti stessi.

L'efficienza, intesa come modalità di prestazione del servizio, richiede infatti l'introduzione di regole di comportamento che si traducano in scelte indipendenti finalizzate alla massimizzazione dell'utilità della clientela opportunamente segmentata in funzione delle relative caratteristiche.

Le società di gestione potranno così abbandonare la logica di società-prodotto vincolate dalla necessità di soddisfare le esigenze delle reti distributive *captive* e perseguire autonome strategie dirette a cogliere tempestivamente le opportunità del mercato. Nel contesto attuale una possibile scelta di *business* si concretizza nella specializzazione dell'attività gestoria in linea con la crescente polarizzazione del mercato tra prodotti a gestione attiva (es. Hedge Fund) e prodotti a gestione passiva/quantitativa (es. ETF e Fondi a formula).

L'auspicata autonomia potrebbe essere perseguita sia attraverso il miglioramento dei meccanismi di *governance* (per esempio, mediante l'aumento del numero degli amministratori indipendenti nei consigli di amministrazione e la riduzione del numero di amministratori con incarichi operativi presso altre società del gruppo di appartenenza della SGR), sia mediante un cambio della proprietà.

Il conseguimento di un maggior grado di indipendenza, tuttavia, può consentire di superare le attuali debolezze dell'industria del risparmio gestito solo a condizione di poter ricorrere a canali distributivi alternativi alle sole reti *captive*.

Il nuovo quadro derivante dalla MiFID rappresenta un'opportunità rilevante per le società di gestione nello sviluppo di una maggiore diversificazione dei canali di *marketing* dei prodotti. Il Regolamento n. 16190 del 2007 in materia di intermediari, introducendo la possibilità di segmentare le modalità di offerta in relazione alle esigenze dei clienti (dalla consulenza alla raccolta ordini in modalità *execution only*), incentiva l'adozione di architetture distributive aperte.

In tale direzione va inquadrato lo sviluppo di piattaforme elettroniche/telematiche. In particolare, l'adesione ad un modello di *marketing* c.d. *open architecture* su supporto di siffatte piattaforme potrebbe consentire alle SGR e agli intermediari l'allargamento della propria attività tradizionale, in relazione alla tipologia di clientela e alla natura del servizio richiesto.

In particolare, l'utilizzo delle suddette piattaforme potrebbe rendere più efficiente anche la gestione dei flussi conseguenti all'investimento in quote di fondi.

Nell'ottica del cliente, l'affermarsi di canali distributivi alternativi potrebbe consentire agli investitori più sofisticati un accesso diretto al servizio di gestione collettiva senza il supporto "consulenziale" delle reti distributive, con conseguente risparmio dei costi di distribuzione, ovvero ai risparmiatori meno sofisticati la libertà di scegliere di usufruire della consulenza anche di soggetti indipendenti.

Il concreto sviluppo in Italia delle piattaforme elettroniche di tipo aperto, caratterizzate dall'offerta di un'ampia gamma di gestori, è in parte ostacolata dal peculiare regime di dematerializzazione delle quote dei fondi. La previsione di un regime di accentramento solo su base volontaria rende particolarmente oneroso la gestione dei flussi informativi e di *settlement* tra i soggetti che intervengono nelle operazioni di acquisto/vendita delle quote dei fondi.

In generale, la dematerializzazione in gestione accentrata potrebbe rendere più agevole anche la portabilità delle quote dei fondi aperti, al pari degli altri strumenti finanziari come le azioni, da parte della clientela *retail* in caso di cambiamento dell'intermediario creditizio di fiducia.

Parrebbe, pertanto, auspicabile un intervento legislativo volto a completare tale processo con la previsione di un obbligo di accentramento delle quote presso un unico depositario.

Nel modello "aperto" la SGR potrebbe recuperare una centralità operativa nella produzione del servizio di gestione di patrimoni con potenziale beneficio per gli investitori in termini di rendimenti attesi e minori costi sopportati in virtù della riduzione delle barriere distributive.

Il distributore, da parte sua, abbandonando il modello di integrazione verticale con le società prodotte, potrebbe concentrarsi nell'attività *core*, ovvero nella ricerca di soluzioni di investimento adeguate alle caratteristiche della clientela in una dimensione in cui il prodotto è strumentale alla prestazione del servizio e non viceversa.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI *QUADERNI DI FINANZA* CONSOB

- N. 43 *Studi e Ricerche* *Corporate Governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investors?*, di M. Bianchi e L. Enriques (Gennaio 2001)
- N. 44 *Studi e Ricerche* *Gli Ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'underpricing e della long-run underperformance*, di S. Fabrizio e M. Samà (Gennaio 2001)
- N. 45 *Studi e Ricerche* *Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising through a Probabilistic Model*, di M. Minenna (Febbraio 2001)
- N. 46 *Studi e Ricerche* *Rules of fairness in UK corporate acquisitions*, di S. Providenti (Febbraio 2001)
- N. 47 *Studi e Ricerche* *Quanto sono grandi i vantaggi della diversificazione? Un'applicazione alle gestioni patrimoniali in fondi e ai fondi di fondi*, di G. Cinquemani e G. Siciliano (Aprile 2001)
- N. 48 *Studi e Ricerche* *Reverse Convertible: costruzione e analisi degli effetti sul mercato dei titoli sottostanti*, di D. Canestri e L. Amadei (Maggio 2001)
- N. 49 *Studi e Ricerche* *Fondi di fondi e accordi di retrocessione - Analisi degli effetti degli accordi di retrocessione sulle scelte di investimento e sui costi a carico dei patrimoni gestiti*, di N. Linciano e E. Marrocco (Gennaio 2002)
- N. 50 *Studi e Ricerche* *Transparency on Secondary Markets. A Survey of Economic Literature and Current Regulation in Italy*, di G. Sabatini e I. Tarola (Maggio 2002)
- N. 51 *Studi e Ricerche* *Il Consiglio di Amministrazione, la rotazione degli amministratori e la performance dell'impresa: l'esperienza italiana in una prospettiva comparata*, di R. Barontini e L. Caprio (Giugno 2002)
- N. 52 *Studi e Ricerche* *Venture Capital, Stock Exchanges for High-Growth Firms and Business Creation: A Study of Ipo_s on the Neuer Markt and the Nuovo Mercato*, di N. Susi (Dicembre 2002)
- N. 53 *Studi e Ricerche* *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, di N. Linciano (Dicembre 2002)
- N. 54 *Studi e Ricerche* *L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo*, di M. Minenna (Maggio 2003)
- English version* *The detection of market abuse on financial markets; a quantitative approach*, di M. Minenna (Maggio 2003)

- N. 55 *Studi e Ricerche* *L'operatività dei fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano sul Mercato Telematico dei titoli Azionari (MTA) gestito da Borsa Italiana*, di G. Cinquemani, P. Rizzo, A. Russo, F. Zullo (Maggio 2003)
- N. 56 *Studi e Ricerche* *Best execution, multiple trading venues e sistemi di scambi organizzati: alcune considerazioni generali ed un'analisi empirica del mercato dei Titoli di Stato*, di M. Franchi (Giugno 2003)
- N. 57 *Studi e Ricerche* *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, di N. Linciano (Giugno 2004)
- N. 58 *Studi e Ricerche* *L'industria dei servizi di regolamento delle operazioni in titoli. Struttura, dinamiche competitive e questioni regolamentari*, di N. Linciano, G. Siciliano, G. Trovatore (Maggio 2005)
- N. 59 *Studi e Ricerche* *Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane e la diffusione del risparmio gestito*, di M. Gentile, N. Linciano, G. Siciliano (Ottobre 2006)
- N. 60 *Documenti* *Indagine sulla trasparenza informativa e sui profili di correttezza comportamentale connessi all'offerta di classi di quote e di azioni relative ad OICR esteri commercializzati in Italia* (Giugno 2007)
- N. 61 *Documenti* *Il marketing dei fondi comuni italiani. Modelli organizzativi, costi, andamento e nuove prospettive conseguenti all'introduzione della MiFID nell'ottica della vigilanza*, di F.M. De Rossi, D. Gariboldi, G. Leggieri, A. Russo (Gennaio 2008)