

CONSOB - BANCA D'ITALIA

Gruppo di Lavoro
sul tema della

*“Gestione accentrata in regime di
dematerializzazione delle quote dei fondi aperti”*

DOCUMENTO CONCLUSIVO
DEI LAVORI

Position paper

Ottobre 2009

INDICE

| | |
|--|---------------|
| PREMESSA | 2 |
| CAPITOLO 1 – IL GRUPPO DI LAVORO..... | 4 |
| 1.1 FINALITÀ E OBIETTIVI DEL GRUPPO DI LAVORO..... | 4 |
| 1.2 MODALITÀ SEGUITE NELLO SVOLGIMENTO DEI LAVORI..... | 5 |
| CAPITOLO 2 – IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO..... | 7 |
| 2.1 PREMESSA..... | 7 |
| 2.2 LA DISCIPLINA VIGENTE..... | 7 |
| 2.2.1 <i>Le disposizioni dettate in materia di gestione collettiva del risparmio.....</i> | <i>7</i> |
| 2.2.2 <i>Le disposizioni in tema di servizi di investimento e accessori.....</i> | <i>12</i> |
| 2.2.3 <i>Le disposizioni dettate in materia di gestione accentrata in regime di dematerializzazione.....</i> | <i>15</i> |
| CAPITOLO 3 – I PROCESSI OPERATIVI SOTTESI AI MODELLI DI DISTRIBUZIONE DEI FONDI..... | 19 |
| 3.1 PREMESSA..... | 19 |
| 3.2 L'ATTUALE MODELLO DISTRIBUTIVO DI INTEGRAZIONE VERTICALE..... | 20 |
| 3.3 IL MODELLO DISTRIBUTIVO “FEW-TO-MANY”..... | 28 |
| 3.4 L'IPOTESI OPERATIVA DELLA STANDARDIZZAZIONE DEI FLUSSI..... | 35 |
| 3.4.1 <i>I punti di forza ed i punti di debolezza.....</i> | <i>36</i> |
| 3.5 L'IPOTESI DEL MODELLO OPERATIVO DEL “SINGLE-ENTRY POINT”..... | 37 |
| 3.5.1 <i>Il modello di gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi comuni aperti.....</i> | <i>38</i> |
| 3.5.2 <i>I punti di forza e di debolezza.....</i> | <i>42</i> |
| APPENDICE – LE ESPERIENZE DI GESTIONE ACCENTRATA DELLE QUOTE DI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO DI TIPO APERTO..... | 43 |
| <i>Monte Titoli.....</i> | <i>43</i> |
| <i>Euroclear.....</i> | <i>45</i> |
| <i>Clearstream.....</i> | <i>48</i> |
| <i>NSCC.....</i> | <i>50</i> |
| CAPITOLO 4 – L'ANALISI COSTI-BENEFICI..... | - 52 - |
| 4.1 PREMESSA..... | - 52 - |
| 4.2 SCHEMA DI RIFERIMENTO PER L'ANALISI..... | - 53 - |
| 4.3 LA VALUTAZIONE DEI COSTI E DEI BENEFICI..... | - 55 - |
| 4.3.1 <i>Costi del sistema attuale.....</i> | <i>- 55 -</i> |
| 4.3.2 <i>La standardizzazione di sistema.....</i> | <i>- 59 -</i> |
| 4.3.3 <i>Il modello single-entry-point.....</i> | <i>- 61 -</i> |
| CAPITOLO 5 – CONCLUSIONI E LINEE OPERATIVE..... | - 65 - |
| 5.1 LE RISULTANZE EMERSE DALL'ANALISI..... | - 65 - |
| 5.2 L'EVOLUZIONE DEI MODELLI OPERATIVI..... | - 67 - |
| 5.3 LINEE DI POLICY..... | - 70 - |
| ALLEGATI | - 72 - |
| <i>Allegato 1 – Elenco dei partecipanti al Gruppo di lavoro.....</i> | <i>- 73 -</i> |
| <i>Allegato 2 – Elenco dei soggetti auditi.....</i> | <i>- 74 -</i> |
| <i>Allegato 3 – Elenco dei soggetti intervistati per l'analisi costi-benefici.....</i> | <i>- 75 -</i> |

PREMESSA

Nell'Agosto 2008 la CONSOB, in collaborazione con la Banca d'Italia, ha istituito il Gruppo di lavoro sul tema della "dematerializzazione dei fondi" per elaborare una concreta risposta al bisogno di maggiore efficienza e competitività del risparmio gestito italiano.

I consistenti deflussi netti registrati dai fondi negli ultimi anni sono lo "specchio" di problematiche strutturali del settore del risparmio gestito, recentemente acuite dalla situazione di illiquidità dei mercati che è alla base del difficile contesto macro-economico globale.

La crisi del settore è da tempo oggetto di attento monitoraggio da parte delle Autorità di vigilanza che hanno indagato le possibili cause strutturali, individuando, tra le altre, la bassa autonomia strategica delle SGR appartenenti a gruppi bancari e il consolidarsi di modelli di integrazione verticale di produzione e distribuzione.

Elementi di riflessione sulle prospettive del settore del risparmio gestito sono stati già resi noti mediante il Quaderno di Finanza n. 61, pubblicato nel Gennaio 2008, dal titolo "*Il Marketing dei fondi comuni italiani - Modelli organizzativi, costi, andamento e nuove prospettive conseguenti all'introduzione della MiFID nell'ottica della vigilanza*" (di seguito anche: il "Quaderno di Finanza").

In tale documento veniva rappresentata l'opportunità offerta dal nuovo quadro normativo risultante dalla MiFID (D. Lgs. n. 164 del 2007 e Regolamento CONSOB n. 16190 del 2007) per lo sviluppo di una maggiore diversificazione dei canali di *marketing* dei fondi e una migliore considerazione delle esigenze degli investitori nella selezione di intermediari e servizi.

In tale contesto, si evidenziava la necessità di approfondire la possibilità di introdurre un sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti.

Al contempo, si rappresentava che le nuove disposizioni di derivazione comunitaria pongono al centro la posizione del cliente nel cui interesse vanno prestati i servizi d'investimento, accentuano la "modularità" dei servizi stessi in relazione alle esigenze dei clienti (dalla consulenza alla raccolta ordini in modalità *execution only*), spingono verso la contrattualizzazione di rapporti a prestazioni corrispettive e disciplinano le modalità di remunerazione diretta e indiretta.

Le riflessioni condotte nel citato Quaderno di Finanza hanno suscitato interesse tra gli operatori del mercato, con particolare riferimento alle prospettive della gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti.

Il tema è stato ripreso nel Rapporto conclusivo dei lavori del "tavolo" promosso dalla Banca d'Italia sulla crisi del risparmio gestito, quale linea

di intervento volta a porre le condizioni per la creazione di una pluralità di modelli distributivi con costi di variazione contenuti in presenza di ‘infrastrutture’ di sistema, nonché nei Discorsi del Presidente della CONSOB al mercato finanziario.

La rilevanza del tema trattato dal Gruppo di lavoro ha richiesto la partecipazione di rappresentanti non solo delle Autorità di vigilanza, ma anche delle principali Associazioni interessate al risparmio gestito, sia dal lato della produzione che da quello della distribuzione dei fondi (cfr. *Allegato 1 – Elenco dei partecipanti*).

* * *

Nel presente documento si illustrano gli approfondimenti condotti dal Gruppo di lavoro in merito al tema della gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti e le conclusioni cui si è giunti.

Più in particolare, nel **Capitolo 1** si riportano le finalità e gli obiettivi che hanno indotto alla costituzione del Gruppo e le modalità con le quali sono stati svolti i lavori.

Nel **Capitolo 2** si espongono le principali disposizioni che compongono il vigente quadro normativo di riferimento sul tema oggetto dei lavori.

Nel **Capitolo 3** sono illustrati i modelli e processi operativi di esecuzione degli ordini degli investitori relativi alle quote degli OICR, descrivendo dapprima i modelli esistenti, dal modello di integrazione verticale al modello c.d. *few to many*, e poi le possibili ipotesi operative, dal sistema di standardizzazione generalizzata dei flussi informativi tra società di gestione, reti di vendita e banche depositarie al sistema di gestione accentrata delle quote degli OICR.

Nel **Capitolo 4** si provvede a riportare gli esiti dell’analisi costi-benefici effettuata dal Gruppo in merito all’introduzione di entrambe le suddette ipotesi operative.

Infine, nel **Capitolo 5** si traggono le conclusioni degli approfondimenti condotti dal Gruppo di lavoro e i principali “passi successivi” da compiere.

Il presente Documento è pubblicato nei siti *Internet* della CONSOB e della Banca d’Italia.

CAPITOLO 1 – Il Gruppo di lavoro

1.1. Finalità e obiettivi del Gruppo di lavoro

Finalità

Il Gruppo di lavoro è stato costituito al fine di approfondire gli aspetti normativi ed operativi per l'effettuazione di un'analisi costi-benefici di un sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione da applicare ai fondi comuni di tipo aperto.

Tale finalità assume particolare importanza in considerazione della standardizzazione dei flussi operativi tra società di gestione, intermediari distributori e banche depositarie che potrebbe derivare dall'affermazione di un sistema di gestione accentrata.

Obiettivi

Il Gruppo di lavoro in particolare si è posto il compito di verificare:

- se eventuali soluzioni “di sistema” possano contribuire ad ampliare, mediante l'eliminazione di talune barriere di carattere “operativo”, le opzioni strategiche degli intermediari distributori, favorendo posizionamenti competitivi differenziati. Ciò in considerazione del fatto che in questo modo potrebbe essere agevolata l'accessibilità, nel rispetto della libertà dei soggetti vigilati di prescegliere le modalità di distribuzione ritenute più efficienti, a tutte le possibili opzioni organizzative ammesse dalla nuova disciplina in materia di servizi di investimento;
- se la convergenza verso soluzioni “di sistema” – qual è la gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti – possa permettere nel tempo il raggiungimento di economie di scala e di scopo a beneficio dell'industria del risparmio gestito. Ciò in quanto le società di gestione potrebbero servirsi di un'infrastruttura comune per gestire le fasi del c.d. *fund processing* e concentrarsi maggiormente sui momenti del processo di produzione del servizio a più elevato “valore aggiunto” per il sistema finanziario e per gli investitori, ossia il *product design* e la gestione dei portafogli;
- se un sistema di standardizzazione dei flussi operativi possa contribuire a rendere più agevole la portabilità delle quote dei fondi aperti, al pari degli altri strumenti finanziari come le azioni, da parte della clientela retail.

La “via” dell'efficienza e della competitività del sistema finanziario potrebbe passare attraverso la verifica delle condizioni di affermazione di un modello di gestione accentrata in regime di dematerializzazione che, ponendosi come una sorta di “infrastruttura” di sistema per tutti gli attori che intervengono nel processo di produzione e distribuzione dei fondi aperti (gestori, collocatori, banche depositarie), consenta alle società di gestione di concentrarsi maggiormente sul momento della

‘produzione’ aumentando la qualità dell’offerta e agli intermediari distributori di focalizzarsi sul momento della ‘consulenza’ in merito alle proposte di investimento ritenute migliori per i propri clienti.

1.2. Modalità seguite nello svolgimento dei lavori

La partecipazione dell’industria

Nello svolgimento della propria attività il Gruppo di lavoro ha seguito un approccio volto a considerare i contributi dei diversi attori dell’industria del risparmio gestito, oltre ad alcuni depositari centrali nazionali e internazionali, sia italiani che esteri.

Al Gruppo di lavoro hanno preso parte stabilmente gli esponenti delle Associazioni di categoria rappresentative dell’industria che opera nel processo di produzione e distribuzione dei fondi aperti. Le riunioni del Gruppo di lavoro hanno visto la partecipazione attiva di esponenti di società di gestione del risparmio, intermediari collocatori, banche depositarie e società di gestione accentrata, auditi in qualità di esperti della materia su temi operativi di particolare rilievo per gli obiettivi del Gruppo (cfr. *Allegato 2 – Elenco dei soggetti auditi*).

I lavori sono stati affidati al coordinamento congiunto della CONSOB e della Banca d’Italia.

Il metodo di lavoro: i profili normativi e operativi

La prima riunione del Gruppo di lavoro si è tenuta il 1° Ottobre 2008. In tale occasione, sono stati condivisi gli obiettivi da perseguire e le modalità e la tempistica di svolgimento dei lavori.

Nel corso del primo incontro, si è inoltre convenuto di effettuare una preliminare ricognizione dei profili normativi, connessi al tema oggetto di approfondimento, riguardanti le materie della gestione collettiva del risparmio, dei servizi di investimento e della gestione accentrata, nonché di analizzare i profili operativi, anche avvalendosi dei contributi forniti dagli esperti nell’ambito di audizioni appositamente programmate.

In particolare, la ricognizione ha riguardato il quadro normativo esistente in materia di partecipazione ai fondi comuni di investimento e di “gestione” delle quote rappresentative degli stessi, nonché in materia di gestione accentrata in regime di dematerializzazione. I profili operativi del sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti sono stati verificati anche in un’ottica comparata, guardando alle esperienze di altri Paesi.

Il Gruppo di lavoro ha poi ritenuto necessario effettuare, una volta delineate le possibili soluzioni giuridiche ed operative, un’analisi costi-benefici della gestione accentrata in regime di dematerializzazione per valutare l’impatto di una sua introduzione rispetto alla situazione attuale.

A tal riguardo, un nucleo ristretto di partecipanti al Gruppo di lavoro è stato incaricato di effettuare interviste con operatori di settore mirate ad acquisire informazioni funzionali all’analisi costi-benefici (cfr. *Allegato 3 – Elenco dei soggetti intervistati per l’analisi costi-benefici*).

Gli approfondimenti condotti dal Gruppo di lavoro sono stati formalizzati in documenti interni volti a stimolare l'interrelazione tra i partecipanti.

CAPITOLO 2 – Il quadro normativo di riferimento

La ricognizione normativa

2.1. Premessa

Per verificare l'impatto che l'introduzione di soluzioni "di sistema" - qual è la gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti - potrebbe avere sulla regolamentazione vigente si è provveduto alla preliminare individuazione dei profili normativi di interesse.

In particolare, sono state individuate tre aree normative di riferimento ("Gestione collettiva", "Servizi di investimento e accessori" e "Gestione accentrata in regime di dematerializzazione") e, nell'ambito di ciascuna di esse, si è focalizzata l'attenzione sulle disposizioni di particolare rilievo per le finalità del Gruppo di lavoro.

In tal modo, si è cercato di fornire una 'fotografia' dei diversi momenti della produzione e distribuzione dei fondi aperti (c.d. "catena dei servizi") che risultano interessati dall'introduzione di un sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione.

In relazione alle diverse situazioni che si riscontrano nella realtà operativa (ad esempio, esternalizzazione di processi o di fasi di processo), le modalità di espletamento dei suddetti momenti possono variare: dalla fase di emissione e rimborso delle quote dei fondi aperti, con le implicazioni in termini di gestione delle stesse e registrazione-rendicontazione degli ordini, alla fase di distribuzione dei fondi, ove si evidenziano sia il momento di trasmissione degli ordini e dei mezzi di pagamento sia il momento del "contatto" con gli investitori, fino alla gestione accentrata in regime di dematerializzazione, con indicazione delle attività che svolge (o può svolgere) un depositario centrale.

La ricognizione normativa della "catena dei servizi" consente di valutare come le soluzioni oggetto di approfondimento da parte del Gruppo di lavoro potrebbero intervenire nel quadro normativo vigente

2.2. La disciplina vigente

2.2.1. Le disposizioni dettate in materia di gestione collettiva del risparmio

La ricognizione concernente le disposizioni dettate in materia di gestione collettiva è stata condotta sia con riferimento alla disciplina degli OICR di diritto italiano, sia relativamente alla normativa riguardante gli OICR esteri armonizzati.

Nell'individuazione delle disposizioni rilevanti ai fini dell'attività del Gruppo di lavoro si è tenuto conto delle diversità attualmente esistenti

tra norme riguardanti gli OICR di diritto italiano e regole applicabili agli OICR esteri armonizzati, con riferimento ai profili di commercializzazione del prodotto e di sottoscrizione e rimborso delle quote di partecipazione e alla “gestione” delle stesse (certificato “cumulativo” e ruolo della banca depositaria, possibile emissione di certificati individuali). Si tratta di differenze per lo più riconducibili alla circostanza che i predetti OICR fanno riferimento ad ordinamenti giuridici diversi tra loro.

Nonostante ciò, si è cercato di evidenziare alcuni tratti normativi comuni avendo riguardo agli aspetti sopra ricordati.

***La normativa
dei fondi aperti
italiani***

La disciplina della gestione collettiva del risparmio è contenuta nel D.Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58 (di seguito: TUF o Testo Unico)⁽¹⁾ e nelle disposizioni di attuazione dettate dal Ministero dell’Economia e delle Finanze, dalla CONSOB e dalla Banca d’Italia⁽²⁾.

In considerazione delle finalità del Gruppo di lavoro, assumono rilievo essenzialmente le regole riguardanti l’emissione e il rimborso delle quote dei fondi comuni di tipo aperto e le funzioni svolte dalle società che ne promuovono l’istituzione e provvedono alla loro gestione, dalle banche depositarie e dagli intermediari collocatori.

Al riguardo, va innanzitutto menzionato l’art. 1, comma 1, lett. k) del TUF secondo cui i fondi comuni di investimento⁽³⁾ sono di tipo aperto quando “*i partecipanti hanno diritto di richiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote*” secondo le modalità previste nei regolamenti di gestione.

Tali caratteristiche rendono irrilevante la mancanza per le quote dei fondi aperti di un mercato di scambio ulteriore (e/o sostitutivo) rispetto a quello di collocamento, contrariamente a quanto avviene per altri strumenti finanziari⁽⁴⁾. Per tale ragione, le quote dei fondi aperti sono tipicamente emesse in sede di sottoscrizione e annullate in occasione del rimborso eventualmente richiesto dai detentori⁽⁵⁾.

⁽¹⁾ Cfr. artt. 33 e ss. del TUF.

⁽²⁾ In particolare, si fa riferimento principalmente al D.M. Tesoro 24 Maggio 1999, n. 228 in tema di caratteristiche dei fondi comuni di investimento, ai regolamenti adottati dalla CONSOB con delibere n. 16190 del 2007 e n. 11971 del 1999 in materia, rispettivamente, di intermediari ed emittenti nonché al regolamento della Banca d’Italia 14 Aprile 2005 dettato in materia di gestione collettiva del risparmio e al regolamento congiunto CONSOB-Banca d’Italia del 29 Ottobre 2007 in tema di regole organizzative e procedurali degli intermediari finanziari.

⁽³⁾ I fondi comuni rientrano, unitamente alle Sicav, tra gli organismi di investimento collettivo del risparmio (c.d. OICR), come risulta dall’art. 1, comma 1, lett. m) del TUF.

⁽⁴⁾ Le quote dei fondi comuni di investimento sono annoverate tra gli strumenti finanziari dalla normativa comunitaria, come risulta dall’art. 4, comma 1, n. 17 e dall’Allegato I, Sezione B.10 della Direttiva 2004/39/CE (c.d. MiFID).

⁽⁵⁾ L’art. 5 del D.M. Tesoro n. 228/1999 prevede che: “1. Il regolamento del fondo indica se per i certificati rappresentativi delle quote del fondo medesimo sia prevista la quotazione in un mercato regolamentato. 2. La richiesta di quotazione è obbligatoria per i fondi chiusi i quali prevedono che l’ammontare minimo della

***La “gestione”
delle quote dei
fondi aperti: il
certificato
cumulativo***

Le quote di partecipazione ai fondi comuni, secondo quanto previsto dall’art. 36, comma 8, del Testo Unico, sono rappresentate da certificati nominativi o al portatore, a scelta dell’investitore. La stessa disposizione prevede che la Banca d’Italia può stabilire in via generale, sentita la CONSOB, le caratteristiche dei certificati e il valore nominale unitario iniziale delle quote.

Oltre a definire le caratteristiche dei certificati di partecipazione ai fondi, il Regolamento della Banca d’Italia del 14 Aprile 2005 sulla gestione collettiva del risparmio⁽⁶⁾ prevede la possibilità per le società di gestione, in alternativa all’emissione di certificati singoli, di ricorrere al certificato “cumulativo”, rappresentativo di una pluralità di quote. Tale certificato è tenuto in deposito gratuito amministrato presso la banca depositaria⁽⁷⁾, con rubriche distinte per singoli partecipanti, eventualmente raggruppate per soggetti collocatori. Il partecipante può, in ogni momento, chiedere l’emissione del certificato singolo. Tali previsioni non si applicano nel caso in cui le quote dei fondi siano dematerializzate, secondo quanto previsto dal d.lgs. 24 Giugno 1998, n. 213.

***Le modalità di
svolgimento delle
operazioni di
sottoscrizione e
rimborso***

Le operazioni di sottoscrizione e rimborso delle quote dei fondi aperti sono disciplinate, principalmente, nel D.M. Tesoro n. 228 del 1999 e nel Regolamento della Banca d’Italia del 14 Aprile 2005 sulla gestione collettiva del risparmio⁽⁸⁾.

Ferma restando l’autonomia delle società di gestione nella redazione dei regolamenti dei fondi, secondo quanto previsto dal citato decreto ministeriale, la sottoscrizione delle quote dei fondi aperti deve avvenire mediante il versamento di un importo corrispondente ad un numero di quote determinato in base al valore delle stesse, calcolato con periodicità almeno settimanale; i rimborsi devono essere eseguiti entro il termine massimo di quindici giorni dalla richiesta, fatta salva la possibilità, a certe condizioni, di sospenderne l’esecuzione.

Il citato Regolamento della Banca d’Italia precisa le modalità (giorno di valorizzazione della quota emessa o rimborsata, giorno di regolamento

sottoscrizione sia inferiore a venticinquemila euro. 3. In caso di quotazione di fondi chiusi, la relativa richiesta di ammissione delle quote alla negoziazione deve essere effettuata dalla SGR entro ventiquattro mesi dalla chiusura dell’offerta”.

⁽⁶⁾ Cfr. Titolo V, Capitolo VI del citato Regolamento della Banca d’Italia.

⁽⁷⁾ In base alla normativa vigente (artt. 36, comma 2, e 38 del TUF; Titolo V, Capitolo VII del Regolamento della Banca d’Italia del 2005), la banca depositaria provvede alla custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide detenute dai fondi; accerta la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote dei fondi aperti nonché la destinazione dei redditi dei medesimi; accerta la correttezza del calcolo del valore delle quote dei fondi o, su incarico della società di gestione, provvede essa stessa a tale calcolo; accerta che nelle operazioni di gestione dei fondi la controprestazione sia ad essa rimessa nei termini d’uso; esegue le istruzioni della società di gestione sempreché non risultino illegittime.

⁽⁸⁾ Cfr. D.M. Tesoro 24 Maggio 1999, n. 228 (art. 10) e Regolamento Banca d’Italia 14 Aprile 2005 in materia di gestione collettiva (Titolo V, Capitolo I).

***Gli obblighi di
registrazione e
rendicontazione***

dell'operazione, ecc..) che devono essere rispettate nelle operazioni di sottoscrizione e rimborso delle quote di partecipazione ai fondi⁽⁹⁾.

Infine, secondo quanto previsto dal Regolamento congiunto CONSOB-Banca d'Italia del 29 Ottobre 2007, a fronte delle operazioni di sottoscrizione e rimborso di volta in volta eseguite, le società di gestione del risparmio provvedono a registrare in forma elettronica, entro il giorno lavorativo successivo a quello di ricezione, gli ordini ricevuti dagli investitori ed, entro il giorno successivo a quello di esecuzione, le condizioni alle quali detti ordini sono stati eseguiti; si tratta di obblighi che possono essere assolti anche attraverso i soggetti incaricati del collocamento⁽¹⁰⁾.

Nei rapporti con gli investitori, le società di gestione del risparmio e i soggetti incaricati della distribuzione dei fondi provvedono, inoltre, a fornire prontamente, su supporto duraturo, le informazioni essenziali riguardanti l'esecuzione degli ordini di sottoscrizione e rimborso (artt. 53 e 74 del Regolamento Consob n. 16190 del 2007 in materia di intermediari). In tale ambito, gli intermediari distributori svolgono un ruolo rilevante, atteso che tengono i contatti diretti con gli investitori.

⁽⁹⁾ In particolare, si prevede che: i) per le operazioni di sottoscrizione, il regolamento del fondo indichi il giorno cui si riferisce il valore della quota preso in considerazione per determinare il numero di quote da attribuire a ciascuna sottoscrizione (c.d. giorno di riferimento); il giorno di riferimento è il giorno nel quale la società di gestione ha ricevuto notizia certa della sottoscrizione, entro l'orario stabilito nel regolamento (*cut-off time*). Il regolamento dell'operazione avviene entro il giorno successivo a quello di riferimento. Inoltre, la vigente disciplina consente l'offerta del fondo in abbinamento ad altri servizi o prodotti finanziari (ad es., polizze assicurative) nonché di collegare funzionalmente un fondo e un conto corrente bancario (c.d. "conto di liquidità"); ii) il rimborso avviene al valore unitario della quota nel giorno di ricezione da parte della società di gestione della domanda di rimborso. Il regolamento specifica i criteri di individuazione del giorno di ricezione indicando anche l'orario entro il quale la domanda deve pervenire alla società di gestione (*cut-off time*). Al partecipante va sempre riconosciuta la possibilità di far pervenire direttamente alla società di gestione del risparmio, senza il tramite dei soggetti collocatori, la domanda di rimborso. È inoltre consentito, se previsto nel regolamento, il passaggio da un fondo a un altro, attraverso operazioni di c.d. *switch*. Infine, il regolamento del fondo deve prevedere che, se la richiesta di rimborso sia di importo rilevante o ravvicinata rispetto alla sottoscrizione, il valore di rimborso sia determinato secondo modalità diverse da quelle ordinarie, nel caso in cui ciò sia necessario per tutelare gli altri partecipanti.

⁽¹⁰⁾ Cfr. art. 44 e Allegato 3 del Regolamento congiunto. Le registrazioni devono contenere alcune informazioni indefettibili, quali gli elementi essenziali dell'investitore che ha impartito l'ordine di sottoscrizione o rimborso nonché la data, l'orario e la tipologia dell'ordine e il *net asset value* attribuito, il numero delle quote, l'importo lordo versato e quello netto investito. Nell'ambito delle registrazioni relative alle sottoscrizioni e ai rimborsi, le società di gestione potrebbero limitarsi ad indicare soltanto i soggetti incaricati del collocamento delle quote dei fondi, ferma restando la possibilità di chiedere a questi ultimi la "decodificazione" ai fini dell'individuazione nominativa dei singoli partecipanti. La tenuta del registro dei sottoscrittori può essere anche affidata in *outsourcing* (ad es., agli stessi collocatori), purché ciò non determini una delega di responsabilità da parte della società di gestione del risparmio, non siano alterati il rapporto e gli obblighi della stessa nei confronti degli investitori e sia comunque assicurato il controllo sull'attività esternalizzata.

***Gli OICR esteri
armonizzati
commercializzati
in Italia***

La dinamica delle operazioni di sottoscrizione e rimborso e del ruolo dei diversi attori nell'ambito del processo di produzione e distribuzione dei fondi aperti è stata esaminata dal Gruppo di lavoro anche in relazione alle disposizioni che disciplinano il funzionamento degli OICR esteri armonizzati commercializzati in Italia al pubblico c.d. *retail*.

Il citato Regolamento della Banca d'Italia del 14 Aprile 2005 in materia di gestione collettiva del risparmio contiene norme specifiche per la commercializzazione in Italia delle quote o azioni di OICR esteri armonizzati⁽¹⁾.

In particolare, la disciplina prevede che, per gli OICR esteri armonizzati, gli offerenti adottino modelli organizzativi in cui siano presenti almeno un soggetto incaricato dei pagamenti (che svolge, tra l'altro, compiti di intermediazione nei pagamenti connessi all'emissione e rimborso delle quote e di tenuta dei conti intestati all'OICR armonizzato) e almeno un soggetto che cura i rapporti con i partecipanti (responsabile, tra l'altro, dell'attività amministrativa relativa alle domande di sottoscrizione e rimborso).

Va, inoltre, considerato che, nell'esecuzione degli ordini di sottoscrizione e rimborso delle quote degli OICR esteri armonizzati, intervengono anche soggetti operanti nel Paese d'origine del prodotto. Oltre alla società di gestione e al depositario, svolgono un ruolo importante anche il c.d. *registrar* (che provvede alla tenuta del registro dei partecipanti all'OICR, azionisti o quotisti che siano), il c.d. *transfer agent* (che istruisce le domande di sottoscrizione, rimborso e *switch* e si occupa dell'informativa connessa al rapporto di partecipazione) ed il c.d. *administrator* dell'OICR (che provvede al calcolo del valore delle quote o azioni dell'OICR). I compiti del *registrar*, del *transfer agent* e dell'*administrator* possono essere svolti da un unico soggetto.

La raccolta delle domande di sottoscrizione delle parti di OICR esteri armonizzati avviene, solitamente, attraverso la modalità del c.d. *nominee* che, in linea con quanto previsto dall'art. 21, comma 2 del TUF, consente all'intermediario collocatore e/o al soggetto incaricato di curare i rapporti con la clientela di inoltrare in forma aggregata gli ordini di sottoscrizione al soggetto gestore o agli agenti incaricati dallo stesso, ai fini dell'emissione e valorizzazione delle quote.

Si osserva, infine, che la funzione di sostituto d'imposta sui redditi di capitale derivanti dalla partecipazione agli OICR esteri armonizzati è svolta dal soggetto residente incaricato dei pagamenti, per quanto concerne i proventi periodici e quelli realizzati in sede di rimborso delle quote. Si rileva che, per l'assolvimento delle funzioni di intermediazione nei pagamenti, l'OICR armonizzato e il depositario – qualora non dispongano di una succursale in Italia a ciò preposta – devono avvalersi di una banca insediata in Italia, che

⁽¹⁾ Cfr. Titolo VI, Capitolo V e Allegato VI.5.2 del Regolamento del 2005.

vi provvederà relativamente alle operazioni di sottoscrizione, rimborso e corresponsione di proventi⁽¹²⁾.

2.2.2. Le disposizioni in tema di servizi di investimento e accessori

Le norme in tema di servizi di investimento e accessori

La disciplina dei servizi di investimento e accessori ha registrato un notevole cambiamento per effetto del recepimento della MiFID, avvenuto in Italia con modifiche al Testo Unico della Finanza e con l'adozione, da parte delle Autorità di vigilanza di nuove disposizioni di rango regolamentare (Regolamento CONSOB n. 16190 del 29 Ottobre 2007 e Regolamento congiunto CONSOB-Banca d'Italia del 29 Ottobre 2007).

La nuova normativa apre ad una pluralità di modelli distributivi dei prodotti finanziari (ivi compresi i fondi aperti), rispetto ai quali permane per le “società prodotto”, da un lato, e per gli intermediari distributori, dall'altro, la più ampia e completa autonomia nella definizione delle scelte strategiche al fine di garantire un adeguato allineamento della struttura aziendale e dei connessi processi operativi alla mutata disciplina di riferimento. In tale ambito, va segnalata la possibilità per le società di gestione di procedere direttamente alla commercializzazione dei fondi di propria istituzione o di fondi istituiti da gestori terzi.

La graduazione delle regole di condotta

Con le nuove disposizioni si registra una chiara differenziazione e graduazione delle regole di condotta che gli intermediari devono rispettare, in relazione ai differenti servizi prestati e alla tipologia di clienti coinvolti. Da un lato si pongono, infatti, i servizi di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti – quest'ultimo classificato ora tra i servizi sottoposti a regime di autorizzazione e disegnato in modo ampio – e dall'altro i servizi più tipicamente esecutivi di ordini dei clienti. Il diverso ruolo giocato dall'intermediario giustifica, nell'ottica del legislatore comunitario, una tutela ampia dei clienti nella prestazione del primo gruppo di servizi e una tutela progressivamente affievolita nello svolgimento degli altri.

In linea con le fonti comunitarie, il Regolamento CONSOB n. 16190 del 2007 (Libro III, Parte II, Titolo II) articola la c.d. *know your customer rule* e la conseguente valutazione, in capo all'intermediario, delle operazioni a valersi sui conti della clientela in ragione del tipo di servizio di investimento coinvolto e delle caratteristiche dello stesso, richiedendo un'approfondita conoscenza del cliente e una valutazione di adeguatezza per i servizi a più alto “valore aggiunto” (consulenza e gestione di portafogli), ovvero una più limitata conoscenza dell'investitore e quindi una valutazione di appropriatezza in caso di prestazione delle altre

⁽¹²⁾ Regolamento Banca d'Italia 14 Aprile 2005 in materia di gestione collettiva (Titolo VI, Capitolo V, Par. 1.3).

attività riservate (esecuzione di ordini, ricezione e trasmissione ordini, collocamento).

A date condizioni, previste dalla disciplina comunitaria (art. 19, par. 6 della direttiva 2004/39/CE – c.d. direttiva di “primo livello”) e recepite nella normativa nazionale (art. 43, Regolamento CONSOB n. 16190 del 2007), gli intermediari possono svolgere i servizi di “esecuzione di ordini” e di “ricezione e trasmissione ordini” anche in modalità *execution only*, nell’ambito della quale è possibile prescindere dalla conoscenza del cliente. Al riguardo, si evidenzia che la stessa MiFID (art. 19, par. 6, della citata direttiva) consente che la modalità *execution only* possa riguardare anche gli OICR armonizzati.

Il nuovo sistema, ai fini della valutazione dell’adeguatezza, richiede di assumere dal cliente (art. 39, Regolamento CONSOB n. 16190 del 2007 in conformità dell’art. 19, par. 4, della MiFID) “*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*”.

Di contro, per i servizi c.d. “esecutivi”, il vaglio dell’intermediario (valutazione di appropriatezza) è limitato alla verifica del livello di conoscenza ed esperienza in capo al cliente necessario per comprendere i rischi connessi alla decisione di investimento da assumere.

In un’ottica di maggior valore aggiunto fornito al cliente e di tutela degli investitori, il modello di offerta dei servizi di investimento da parte dell’intermediario può legittimamente prevedere il regolare abbinamento del servizio di consulenza ai c.d. “servizi esecutivi” comportando, conseguentemente, l’osservanza da parte dell’intermediario medesimo delle più stringenti regole di condotta, anche in materia di “conoscenza del cliente” tipiche della consulenza in materia di investimenti⁽¹³⁾.

La relazione intermediario -cliente

Si rileva, inoltre, che il nuovo contesto normativo derivante dalla MiFID ha determinato sostanziali modifiche al modello relazionale distributore-cliente, esteso anche all’ipotesi di commercializzazione diretta di fondi da parte di società di gestione. Restando su di un piano strettamente giuridico si deve infatti precisare come anche il collocatore, a differenza che nel precedente quadro di riferimento:

- deve contrattualizzare il proprio rapporto con la clientela. Mentre nella disciplina previgente il cliente si poteva limitare ad una “mera

⁽¹³⁾ In particolare, in considerazione dell’ampia nozione del servizio di consulenza, la CONSOB ha già avuto modo di indicare (cfr. orientamenti dell’Ottobre 2007) che “*non è escluso, in via astratta, che i servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione di ordini (o di esecuzione di ordini o negoziazione in conto proprio) siano posti in essere senza essere accompagnati da consulenza. Tuttavia, nel caso, l’intermediario deve approntare meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali e di controllo) per rendere effettiva la conformazione dei propri collaboratori e dipendenti a contatto con la clientela a predefiniti modelli relazionali, nel presupposto che, di fatto, (...) 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”.*”

adesione” al prodotto collocato, l’attuale disciplina in materia di servizi di investimento richiede la formalizzazione di un contratto di servizio che lega il distributore al cliente;

- può percepire incentivi da un non cliente solo alle condizioni di cui all’art. 52 del Regolamento CONSOB n. 16190 del 2007⁽¹⁴⁾.

Nella distribuzione dei fondi aperti, gli intermediari sono anche tenuti all’assolvimento di obblighi informativi nei confronti degli investitori (ciò che, relativamente alle caratteristiche e ai costi dei fondi, avviene avvalendosi del prospetto d’offerta⁽¹⁵⁾) e all’adempimento di impegni assunti con la società di gestione (ad esempio, trasmissione – anche in forma aggregata – degli ordini/mezzi di pagamento relativi alle richieste di sottoscrizione e rimborso delle quote; tenuta del registro dei sottoscrittori⁽¹⁶⁾).

Il dossier titoli

Occorre infine rilevare che, ai fini degli approfondimenti condotti dal Gruppo di lavoro, assumono rilevanza la disciplina (anche contrattuale) e le prassi applicative riguardanti l’apertura e la chiusura del c.d. *dossier titoli*, nonché lo spostamento del medesimo presso altro intermediario individuato dal cliente.

In proposito, si segnala la previsione del Regolamento della Banca d’Italia 14 Aprile 2005 in tema di gestione collettiva, secondo cui il regolamento dei fondi aperti prevede l’impegno e la responsabilità delle società di gestione del risparmio affinché i soggetti incaricati del collocamento non pongano a carico dei clienti obblighi od oneri aggiuntivi rispetto a quelli previsti dal medesimo regolamento, come ad esempio l’obbligo di tenere un conto di deposito delle quote di partecipazione immesse in un certificato cumulativo⁽¹⁷⁾.

Nel nuovo quadro normativo scaturente dalla MiFID, deve comunque ricordarsi che gli intermediari – ma anche le società di gestione che commercializzano direttamente i fondi – sono tenuti ad assolvere a precisi obblighi di rendicontazione nei confronti dei clienti, anche relativamente alla prestazione dei servizi di custodia e amministrazione di strumenti finanziari⁽¹⁸⁾.

⁽¹⁴⁾ Ai sensi del citato art. 52 del Regolamento CONSOB n. 16190 del 2007, un incentivo ricevuto da un non cliente e diverso dalle “*competenze adeguate che rendono possibile la prestazione di servizi di investimento o siano necessarie a tal fine*” - può essere percepito da parte dell’intermediario solo se: a) sia reso trasparente al cliente; b) aumenti la qualità del servizio fornito al cliente; c) non ostacoli l’adempimento, da parte dell’impresa, dell’obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente.

⁽¹⁵⁾ Cfr. art. 33 del Regolamento CONSOB n. 16190 del 2007.

⁽¹⁶⁾ Cfr. il precedente Paragrafo 2.2.1.

⁽¹⁷⁾ Cfr. Titolo V, Capo I, Sezione II del citato Regolamento della Banca d’Italia (par. 3.3.2).

⁽¹⁸⁾ Cfr. Libro III, Parte II, Titolo I, Capo I e Titolo VI del Regolamento CONSOB n. 16190 del 2007.

2.2.3. Le disposizioni dettate in materia di gestione accentrata in regime di dematerializzazione

La gestione accentrata di strumenti finanziari è attività non coperta da armonizzazione a livello comunitario e, nell'ordinamento italiano, riservata a società per azioni appositamente autorizzate e in possesso di determinati requisiti patrimoniali ed organizzativi (art. 80 del TUF).

Le norme sulla gestione accentrata di strumenti finanziari

Il Testo Unico della Finanza disciplina le condizioni affinché la CONSOB, d'intesa con la Banca d'Italia, possa autorizzare l'esercizio del servizio di gestione accentrata, le modalità di prestazione di tale servizio e l'attività di vigilanza finalizzata ad assicurare la trasparenza e la tutela degli investitori (CONSOB) e la stabilità e il contenimento del rischio sistemico (Banca d'Italia) ⁽¹⁹⁾. In particolare, l'art. 81, comma 2 prevede che la società di gestione accentrata adotti il *regolamento dei servizi*, nel quale indica, tra l'altro, i servizi prestati e le relative modalità di svolgimento.

Le attività connesse e strumentali alla gestione accentrata

Il regolamento dei servizi, dunque, svolge un ruolo fondamentale al fine della determinazione dell'ambito operativo della società di gestione accentrata. Esso prevede che il servizio di gestione accentrata sia rivolto agli emittenti e agli intermediari. Con riferimento ai primi, esso permette di fornire le istruzioni di accredito di strumenti finanziari derivanti da operazioni di collocamento e di gestire tutte le operazioni societarie. Con riferimento ai secondi, il servizio di gestione accentrata permette di movimentare gli strumenti finanziari, di riscuotere le competenze maturate per dividendi, interessi e rimborso del capitale, di esercitare altri diritti patrimoniali connessi agli strumenti finanziari e di assolvere agli adempimenti fiscali.

Le società di gestione accentrata possono anche svolgere le attività connesse e strumentali indicate nell'art. 9, comma 1, del Provvedimento CONSOB-Banca d'Italia del 22 Febbraio 2008⁽²⁰⁾ in materia di servizi di gestione accentrata, liquidazione, sistemi di garanzia e relative società di gestione ("Provvedimento Unico"). Inoltre, tali società possono organizzare e gestire i servizi di liquidazione e le attività ad essi connesse e strumentali⁽²¹⁾.

⁽¹⁹⁾ Cfr. artt. 81 e ss. del TUF.

⁽²⁰⁾ Si tratta, in particolare, delle seguenti attività: "a) predisposizione, gestione, manutenzione e commercializzazione di software, hardware e reti telematiche relativi a sistemi di trasmissione di dati; b) elaborazione, distribuzione e commercializzazione di dati concernenti gli strumenti finanziari e di dati relativi ai servizi gestiti; c) promozione dell'immagine della società di gestione accentrata e del servizio gestito e ogni altra attività finalizzata allo sviluppo di quest'ultimo; d) effettuazione di operazioni di prestito titoli in nome e per conto di terzi; e) offerta di servizi di gestione delle garanzie costituite su strumenti finanziari immessi nella gestione accentrata".

⁽²¹⁾ Si tratta, in particolare, delle seguenti attività: "a) gestione dei sistemi di riscontro e rettifica delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari; b) gestione dei sistemi finalizzati a garantire il buon fine delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari non derivati, nonché dei sistemi finalizzati a garantire il buon

Il regime di dematerializzazione

La disciplina delle modalità di immissione degli strumenti finanziari (ivi comprese le quote o azioni di OICR italiani o esteri) in un sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione è essenzialmente contenuta nel D.Lgs. 24 Giugno 1998, n. 213 (c.d. Decreto Euro) e nel Provvedimento Unico.

In base al Decreto Euro⁽²²⁾, la gestione accentrata in regime di dematerializzazione è obbligatoria per gli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati. Inoltre, l'art. 28, comma 2 del medesimo Decreto dà facoltà alla CONSOB di regolare, d'intesa con la Banca d'Italia, le ipotesi in cui assoggettare a gestione accentrata in regime di dematerializzazione obbligatoria categorie di strumenti finanziari diverse da quella suddetta (c.d. dematerializzazione obbligatoria per regolamento). La citata disposizione prevede che la CONSOB, nell'esercitare siffatto potere, debba valutare il livello di diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari da "dematerializzare".

In attuazione dell'art. 28, comma 2, del Decreto Euro, il Provvedimento Unico da ultimo prevede la dematerializzazione degli strumenti finanziari che presentino almeno una delle seguenti "caratteristiche":

- a) siano negoziati o destinati alla negoziazione nei sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente;
- b) limitatamente a determinate categorie di strumenti finanziari⁽²³⁾, l'emittente abbia altri strumenti quotati nei mercati regolamentati italiani ovvero sia incluso nell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante⁽²⁴⁾;
- c) limitatamente ad obbligazioni e titoli di debito, l'importo dell'emissione sia superiore a 150 milioni di Euro.

fine della compensazione e della liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari non derivati, purché ciò non comporti l'assunzione in proprio delle operazioni da regolare; c) concessione di finanziamenti, anche infragiornalieri in euro o valuta estera, nonché in strumenti finanziari, da concedere ai soggetti ammessi ai servizi di liquidazione, sulla base di adeguate garanzie e con lo scopo di consentire ai soggetti medesimi di regolare le rispettive posizioni; d) gestione di conti in euro e in valuta aperti dai soggetti ammessi ai servizi di liquidazione, nel rispetto della riserva di raccolta del risparmio tra il pubblico disciplinata dall'articolo 11 del testo unico bancario".

⁽²²⁾ Cfr. art. 28, comma 1. Vedi anche l'art. 16, comma 3 del Provvedimento Unico.

⁽²³⁾ Si tratta delle azioni e altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali (anche se emessi da banche popolari), delle obbligazioni, titoli di Stato e altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali e, da ultimo, delle quote di fondi comuni di investimento. Con riferimento alle quote dei fondi si tratta, all'evidenza, di un refuso perché, nel richiamare gli "strumenti finanziari indicati nell'articolo 11, comma 1" si è fatto erroneo riferimento alle "lettere a), b) e c)" in luogo delle lett. a), b) ed e). Successivamente all'entrata in vigore dell'art. 16, comma 4 (Febbraio 2008), il refuso non è stato modificato poiché si è deciso di affrontare il tema della gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi nell'ambito degli approfondimenti del Gruppo di lavoro.

⁽²⁴⁾ Cfr. art. 116 del TUF e artt. 2-bis e 108 del Regolamento adottato dalla CONSOB con delibera n. 11971 del 14 Maggio 1999 in materia di emittenti.

Infine, gli emittenti possono procedere alla dematerializzazione (volontaria) degli strumenti finanziari di propria emissione⁽²⁵⁾.

In ogni caso, per ciascuna emissione di strumenti finanziari sottoposta alla disciplina della dematerializzazione deve essere scelta un'unica società di gestione accentrata (art. 29, Decreto Euro).

Per quanto riguarda le società di gestione del risparmio, esse possono essere ammesse alla gestione accentrata sotto la duplice veste di intermediario depositante, con riferimento ai servizi di gestione di portafogli e di gestione collettiva del risparmio⁽²⁶⁾, ovvero di soggetto emittente quote di partecipazione a fondi comuni.

Per quanto riguarda invece le quote di fondi comuni, qualora negoziate o destinate alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani (è il caso, ad esempio, degli *Exchange Traded Funds*⁽²⁷⁾), sono immesse nella gestione accentrata in regime di dematerializzazione obbligatoria, ai sensi dell'articolo 28, comma 1, del Decreto Euro, 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.

Inoltre, la normativa secondaria differenzia le ipotesi in cui l'assoggettamento al regime di dematerializzazione avvenga in un momento successivo rispetto all'emissione delle quote di partecipazione ovvero contestualmente ad essa⁽²⁸⁾.

La normativa sulla gestione accentrata di strumenti finanziari prevede, inoltre, taluni obblighi informativi e adempimenti da parte degli intermediari nei confronti degli emittenti, in relazione a vincoli posti sugli strumenti finanziari nominativi e all'esercizio dei diritti (sociali e patrimoniali) inerenti agli strumenti accentrati.

I servizi di liquidazione

La disciplina dei servizi di liquidazione è recata dal TUF e dal Provvedimento Unico. In particolare, il Provvedimento Unico prevede che i dati sulle singole operazioni da liquidare siano trasmessi alla società di gestione dei servizi di liquidazione dopo essere stati riscontrati da sistemi di riscontro e rettifica giornalieri; che la società di gestione adotti tutte le misure necessarie ad assicurare la definitività infra-giornaliera dei regolamenti e comunque a ridurre al minimo il lasso temporale intercorrente tra il momento di acquisizione ed elaborazione dei dati sulle singole operazioni da liquidare e quello del regolamento delle stesse; che la società che presta i servizi di liquidazione adotti modalità

⁽²⁵⁾ Cfr. art. 28, comma 3 del Decreto Euro e art. 16, comma 5 del Provvedimento Unico.

⁽²⁶⁾ Cfr. art. 12 del Provvedimento CONSOB-Banca d'Italia del 22 Febbraio 2009.

⁽²⁷⁾ In proposito, si evidenzia che le quote o azioni di ETF di diritto estero, attualmente negoziate nel mercato telematico dei fondi organizzato da Borsa Italiana S.p.A., sono immesse in gestione accentrata in regime di dematerializzazione obbligatoria.

⁽²⁸⁾ Cfr. artt. 37, 38 e 39 del Provvedimento Unico.

organizzative dei servizi finalizzate a contenere al massimo il numero delle transazioni in attesa di regolamento e ad assicurare la tempestiva chiusura della liquidazione anche in caso di inadempienza di uno o più dei soggetti ammessi. Sono, infine, previste regole specifiche di prestazione del servizio di liquidazione al fine di assicurare la compatibilità rispetto al funzionamento del sistema Target 2⁽²⁹⁾.

Infine, è opportuno ricordare che l'autorizzazione alla gestione dei servizi di liquidazione può essere rilasciata esclusivamente ad una società di gestione accentrata, ovvero a una società con sede legale in Italia controllata da soggetti che esercitano l'attività di gestione accentrata anche esteri, purché sottoposti a misure di vigilanza equivalenti a quelle previste nell'ordinamento italiano⁽³⁰⁾.

⁽²⁹⁾ Cfr. artt. 47, 48 e 49 del Provvedimento Unico.

⁽³⁰⁾ Cfr. art. 41 del Provvedimento Unico.

CAPITOLO 3 – I processi operativi sottesi ai modelli di distribuzione dei fondi

3.1. Premessa

Il miglioramento dell'efficienza e della competitività nel settore del risparmio gestito passa attraverso la rimozione di barriere operative eventualmente esistenti negli attuali modelli di distribuzione dei fondi.

L'esistenza di ostacoli operativi alla formazione di un mercato dei fondi altamente competitivo non favorisce, infatti, lo sviluppo del sistema finanziario e non consente di tutelare adeguatamente gli investitori.

I processi relativi a sottoscrizioni e rimborsi:

In tale direzione, nel presente Capitolo verranno descritti i processi operativi relativi allo svolgimento della gestione del ciclo di vita degli ordini di sottoscrizione e rimborso attualmente adottati nell'ambito dei modelli di distribuzione delle quote di fondi comuni aperti (o azioni di Sicav)⁽³¹⁾, nonché quelli di possibile implementazione in un'ottica evolutiva.

a) i processi in essere

Più in particolare, dapprima si descriveranno:

- il processo operativo nel modello ad integrazione verticale - prevalente per la distribuzione in Italia di fondi di diritto italiano - basato su piattaforme integrate tra società appartenenti al medesimo gruppo societario;
- il processo operativo nel modello *few-to-many* - prevalente per la distribuzione in Italia di fondi di diritto estero - basato su una molteplicità di relazioni tra soggetti facenti capo anche a differenti gruppi societari e che si avvalgono di differenti piattaforme, in una logica di integrazione più avanzata dei flussi.

b) i processi di possibile implementazione

Quindi si illustreranno i **processi di possibile implementazione in un'ottica evolutiva, quali:**

- la standardizzazione dei flussi informativi tra i partecipanti ai vari momenti della distribuzione;
- l'istituzione di un sistema di gestione accentrata (*Central Securities Depository*) per le quote dei fondi aperti.

L'illustrazione dei processi è finalizzata ad evidenziare i punti di forza e di debolezza dei medesimi, avendo particolare riguardo ai vincoli che essi presentano o alle potenzialità che essi offrono agli operatori di settore.

⁽³¹⁾ Di seguito si farà riferimento, per semplicità espositiva, alle sole quote dei fondi comuni aperti; in tal caso, il riferimento dovrà essere inteso riguardare anche le azioni di Sicav.

Logica infra-gruppo

Affermazione sul mercato nazionale

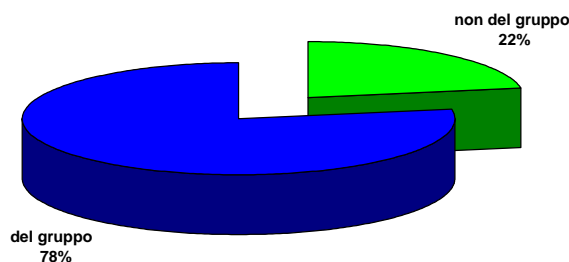
3.2. L'attuale modello distributivo di integrazione verticale

Il modello distributivo basato sull'integrazione verticale tra società-prodotto e intermediari distributori si caratterizza per il ricorso quasi esclusivo, nella commercializzazione dei fondi, a collocatori appartenenti alla medesima struttura di gruppo del soggetto gestore (distribuzione c.d. *in-house*).

Tale modello ha trovato ampia affermazione in Italia con riferimento ai fondi di diritto italiano, a motivo del ridotto grado di indipendenza delle società di gestione del risparmio dal gruppo di appartenenza.

I dati di vigilanza mostrano che circa il 78% delle commissioni passive pagate dalle società di gestione del risparmio per la distribuzione dei fondi aperti di propria istituzione e gestione e, quindi, considerabili quale *proxy* della rilevanza dei collocatori, sono versate a società appartenenti al proprio gruppo di riferimento (*cf. fig. 1*).

Fig. 1: percettori delle commissioni passive al 31 Dicembre 2008, ripartiti in base all'appartenenza o meno al medesimo Gruppo della casa prodotto.



In proposito, si osserva la prevalenza delle reti bancarie nell'ambito dei distributori di gruppo (le commissioni passive pagate dalle SGR sono in tal caso pari al 68,5% del totale).

In questa logica di integrazione industriale, il rapporto tra gestore e distributore appare sbilanciato verso il polo della distribuzione; ne consegue che:

- l'attività di gestione del risparmio, piuttosto che essere orientata esclusivamente a logiche di creazione del valore, diviene, nella maggior parte dei casi, servizio strumentale alla capacità di offerta dei prodotti da parte delle reti bancarie, cioè alle scelte commerciali dei distributori;

- le politiche di distribuzione degli intermediari collocatori sono suscettibili di sottovalutare le esigenze della clientela, attesi gli obiettivi preordinati a soddisfare l'interesse *integrato* (fra società prodotto e distributore) alla vendita.

Si osserva che il modello di *business* basato sull'integrazione verticale tra produzione e distribuzione, che in una prima fase ha favorito la crescita dell'industria del risparmio gestito, non favorisce il dispiegarsi delle dinamiche competitive, con conseguenti riflessi sullo sviluppo e sulla qualità dei servizi di gestione. In tale contesto, i fondi comuni aperti offerti al pubblico hanno subito la pressione di prodotti concorrenti, anche appartenenti alla stessa categoria. Ne sono un chiaro esempio la diffusione di fondi indicizzati quotati accessibili mediante servizi di negoziazione e il cui *pricing* è frutto di una politica di *marketing* aggressiva, nonché la diffusione di prodotti succedanei quali le polizze assicurative e le obbligazioni bancarie.

3.2.1. Il processo operativo di esecuzione degli ordini degli investitori

Il meccanismo operativo relativo all'esecuzione degli ordini degli investitori sotteso ad un modello di integrazione verticale consiste nello scambio di flussi informativi tra i partecipanti al processo distributivo - per lo più appartenenti, come sopra evidenziato, al medesimo gruppo societario - sulla base dell'utilizzo di piattaforme di dialogo integrate.

Si precisa che **le varie fasi del c.d. *fund processing* sono svolte internamente alla società di gestione oppure presso l'*outsourcer* amministrativo cui sia stata esternalizzata la funzione di *back office* clienti.**

Ciò posto, si procede innanzitutto all'illustrazione della direzionalità dei menzionati flussi informativi, per poi analizzare il tipo di relazioni che i medesimi implicano.

Con riferimento al **processo di esecuzione degli ordini di sottoscrizione e rimborso**, si distinguono i momenti relativi a: 1) l'acquisizione dei dati degli ordini da parte della società di gestione del risparmio; 2) la lavorazione di tali ordini (nel cui ambito si procede anche alla *valorizzazione* degli stessi, cioè a determinare il numero delle quote corrispondenti all'importo sottoscritto o di cui si richiede il rimborso); 3) la trasmissione alla banca depositaria dei flussi necessari allo svolgimento della funzione di intermediazione dei pagamenti e di aggiornamento della rubrica relativa al certificato cumulativo; 4) la registrazione degli ordini di sottoscrizione e disinvestimento.

Sottoscrizione e rimborso

In generale, **sono i soggetti distributori che provvedono ad inoltrare l'ordine (di sottoscrizione o rimborso) ricevuto dagli investitori alla società di gestione del risparmio**⁽³²⁾.

Per quanto concerne le modalità e la tempistica di inoltro degli ordini da parte dei distributori alla società di gestione del risparmio, si osserva che i distributori si avvalgono di modalità perlopiù automatizzate e vi provvedono nei tempi previsti nel regolamento di gestione dei fondi (ove è, infatti, specificato che i collocatori provvedono a inviare alla società di gestione la domanda di sottoscrizione e il relativo mezzo di pagamento entro il primo giorno successivo alla data di ricezione delle disposizioni impartite dai clienti).

Una volta acquisiti i dati degli ordini, la società di gestione del risparmio provvede a *lavorare* i medesimi nell'ambito della struttura di *back office* clienti⁽³³⁾. La fase di lavorazione dell'ordine comporta, innanzitutto, la determinazione del numero di quote corrispondenti all'importo sottoscritto o di cui si è richiesto il rimborso (fase della *valorizzazione* della richiesta di sottoscrizione/rimborso), una volta dedotti gli oneri di competenza.

Le operazioni di sottoscrizione sono valorizzate al NAV del giorno nel quale la società di gestione ha ricevuto notizia certa della sottoscrizione, entro l'orario stabilito nel regolamento del fondo (c.d. *giorno di riferimento*)⁽³⁴⁾.

La fase della lavorazione dell'ordine prevede la trasmissione da parte della società di gestione alla banca depositaria dei flussi informativi necessari allo svolgimento della funzione di intermediazione nei pagamenti da parte di quest'ultima. Inoltre, la banca depositaria riceve i flussi di pagamento dal soggetto collocatore e di accredito sul conto intestato al fondo (in caso di ordine di

⁽³²⁾ Infatti, nonostante le domande di sottoscrizione possano essere inoltrate direttamente dagli investitori alla società di gestione del risparmio, il **collocamento diretto** da parte della società di gestione/Sicav continua ad assumere un'incidenza residuale rispetto al totale dell'ammontare distribuito (nel 2008, l'ammontare distribuito direttamente dalle società di gestione è pari a circa il 10% dell'ammontare totale di patrimonio distribuito). Comunque, le società di gestione mantengono sempre un presidio interno funzionale alla ricezione ed alla *lavorazione* di eventuali richieste pervenute direttamente dalla clientela. Ciò è vero soprattutto perché le domande di rimborso possono essere inoltrate direttamente alla società di gestione, a prescindere dalle modalità di collocamento dei fondi.

⁽³³⁾ Nel caso in cui tale funzione sia stata esternalizzata, gli ordini di sottoscrizione e rimborso saranno indirizzati, al fine della lavorazione, al soggetto preposto allo svolgimento della funzione di *back office*.

⁽³⁴⁾ Si precisa che il *giorno di riferimento* non può essere anteriore al giorno di decorrenza della valuta riconosciuta al mezzo di pagamento e che l'importo della sottoscrizione è attribuito al fondo con la stessa valuta riconosciuta ai mezzi di pagamento prescelti dal sottoscrittore. Le operazioni di rimborso avvengono al valore unitario della quota del giorno di ricezione da parte della società di gestione del risparmio della domanda di rimborso o, nel caso si tratti di un giorno in cui la quota non è valorizzata, al primo valore calcolato successivamente.

sottoscrizione), ovvero di addebitamento sul conto del fondo per inoltrarli, a sua volta, al soggetto collocatore (in caso di ordine di rimborso).

In caso di immissione delle quote di partecipazione nel certificato cumulativo tenuto presso la banca depositaria, quest'ultima procede anche ad aggiornare la rubrica di tale certificato in conformità all'oggetto dell'ordine⁽³⁵⁾.

In particolare, il certificato cumulativo è gestito dalla banca depositaria con rubriche distinte per singoli partecipanti, eventualmente raggruppati per soggetti collocatori. In quest'ultimo caso la banca depositaria non ha immediata evidenza dell'identità degli investitori, pur potendo conoscere tale informazione su richiesta (ad esempio, in caso di emissione del certificato singolo, o al momento del rimborso della quota, ovvero su richiesta di frazionamento del cumulativo medesimo).

Una volta che la richiesta di sottoscrizione (o rimborso) è stata valorizzata e regolata, la società di gestione del risparmio procede ad adempiere ai relativi **obblighi di registrazione**. In tale registro può figurare il nome dell'investitore finale oppure quello del collocatore presso cui l'investitore finale ha inoltrato l'ordine, sempre che il distributore mantenga presso di sé le evidenze delle posizioni dei singoli sottoscrittori.

L'esecuzione del processo relativo agli ordini di sottoscrizione e rimborso si espleta in un arco temporale che, in generale, risulta pari a 2 o 3 giorni lavorativi, in considerazione della tempistica di inoltro delle richieste di sottoscrizione e rimborso dal collocatore alla società di gestione, di valorizzazione e di regolamento delle medesime da parte dei gestori.

In una prospettiva dinamica di gestione dei flussi informativi, occorre evidenziare anche i processi di *trasferimento* e di *portabilità* delle quote dei fondi aperti.

Trasferimento delle quote

Il **processo relativo al trasferimento delle quote** implica il cambiamento della titolarità delle medesime.

In particolare, il trasferimento delle quote tra investitori che fanno riferimento al medesimo soggetto distributore avviene secondo modalità diverse a seconda che le quote siano nominative o al portatore.

La circolazione di quote nominative, a differenza di quelle al portatore, ha un impatto immediato sull'annotazione del registro degli investitori tenuto dalla società di gestione del risparmio. La significatività della distinzione non è rilevante con riguardo al certificato cumulativo in

⁽³⁵⁾ Salvo richiesta del cliente dell'emissione cartacea del certificato nominativo o al portatore, (emissione che comporta di norma il sostenimento di un costo da parte del sottoscrittore) le quote emesse rientrano nel certificato cumulativo tenuto presso la banca depositaria.

Portabilità delle quote

deposito presso la banca depositaria; in tal caso, infatti, ogni modifica determina un aggiornamento della rubrica del certificato cumulativo.

Si evidenzia, peraltro, che il processo relativo al *trasferimento* delle quote tra investitori assume una valenza residuale in un sistema dove non è previsto un mercato secondario per lo scambio.

Occorre tenere distinto il **processo** di *trasferimento* da quello di **portabilità delle quote**; con quest'ultimo si fa riferimento, infatti, al caso in cui un investitore decida di spostare la propria posizione in quote o azioni di un OICR da un intermediario distributore ad un altro, senza che ciò implichi un cambiamento della titolarità delle quote medesime.

L'esecuzione del processo di portabilità ha inizio con la richiesta dell'investitore, generalmente⁽³⁶⁾ al collocatore, di "trasportare" la propria posizione presso altro intermediario. In seguito il collocatore stesso, effettuate le dovute verifiche, trasmette la richiesta alla società di gestione.

In particolare, la società di gestione del risparmio deve innanzitutto acquisire la *comunicazione di accettazione* da parte dei due collocatori (entrante ed uscente); questa risulta, infatti, funzionale alla fase di riconciliazione delle posizioni annotate sulle rubriche intestate ai collocatori stessi da parte della società di gestione del risparmio⁽³⁷⁾.

Dopo aver ricevuto l'accettazione allo spostamento delle quote da entrambi i collocatori, la società di gestione del risparmio - ovvero la banca depositaria qualora svolga i compiti amministrativi e contabili del fondo - procede a riclassificare le quote, nell'ambito delle proprie registrazioni, dal collocatore uscente a quello entrante.

La banca depositaria riceve la comunicazione concernente la riallocazione delle quote tramite flussi informatici tra società di gestione del risparmio e banca depositaria medesima e provvede ad aggiornare la rubrica del certificato cumulativo.

Per i soggetti distributori l'effetto della portabilità è quello di procedere ad un aggiornamento delle posizioni individuali degli investitori nelle proprie registrazioni.

Nel caso in cui ambedue gli intermediari siano anche collocatori per conto della società di gestione del risparmio, l'esecuzione del processo con cui si realizza la portabilità richiede un arco temporale breve a seconda che esistano o meno collegamenti telematici tra gli intermediari e la SGR. In generale, infatti, la tempestività

⁽³⁶⁾ Di fatto poiché ad oggi la portabilità è disciplinata solo nell'ambito delle convenzioni di collocamento e nulla è al riguardo previsto nei regolamenti di gestione dei fondi, gli investitori talora presentano la domanda anche alla stessa società di gestione.

⁽³⁷⁾ Si osserva al riguardo che, di fatto, la società di gestione non procede ad una nuova registrazione in quanto le quote dei fondi rimangono intestate al medesimo soggetto investitore.

nell'esecuzione del processo è assicurata dalla condivisione dei tempi di comunicazione dell'accettazione.

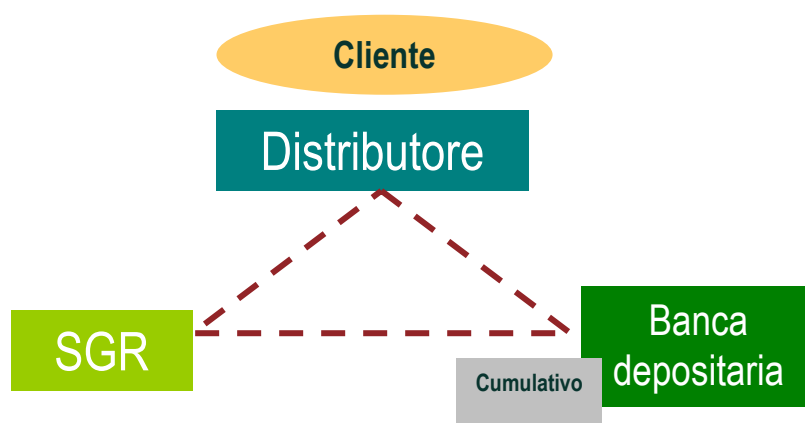
Il processo assume una configurazione differente nel caso in cui almeno **uno dei due intermediari non sia collocatore per la società di gestione**.

In tale evenienza, infatti, l'investitore dovrà provvedere personalmente a comunicare alla società di gestione del risparmio l'ordine di *spostamento* delle quote e non potrà avvalersi dell'intermediario che non è collocatore. Il distributore entrante potrebbe successivamente instaurare un rapporto diretto con la società di gestione dei fondi interessati.

3.2.2. *Le relazioni tra i partecipanti al processo distributivo e le scelte organizzative delle società di gestione del risparmio*

L'esecuzione degli ordini degli investitori si basa, in virtù di quanto detto, sullo scambio di flussi informativi tra società di gestione del risparmio, intermediari distributori e banca depositaria che avvengono sulla base dell'instaurazione di **relazioni dirette** tra i medesimi, così come rappresentato nella figura di seguito riportata (*cf. fig. 2*).

Fig. 2: flussi relativi agli ordini di sottoscrizione e rimborso per i fondi/Sicav italiane*.



* Si specifica che il collegamento tra soggetto distributore e banca depositaria, previsto nella figura, sussiste soltanto nel caso in cui quest'ultima sia incaricata dalla SGR di tenere il "registro dei sottoscrittori".

Al fine dello scambio dei flussi informativi, i soggetti, ove appartenenti al medesimo gruppo, si avvalgono di **piattaforme di dialogo integrate**.

In generale, in relazione a ciascun fondo:

- 1 la società di gestione del risparmio si avvale di piattaforme che consentono di dialogare con i distributori e la banca depositaria;

- 2 la presenza della banca depositaria richiede la predisposizione di apposite piattaforme di dialogo con la società di gestione dei fondi, da un lato e i collocatori, dall'altro.

Si precisa, in proposito, che l'integrazione dei flussi informativi può essere ottenuta, oltre che mediante l'adozione di applicativi *ad hoc*, anche mediante **apposite scelte organizzative** volte al perseguimento della semplificazione e della standardizzazione dei flussi.

Ci si riferisce in particolare alla scelta, riscontrabile principalmente in società di gestione di grandi dimensioni, di procedere all'**esternalizzazione della funzione amministrativa di *back office* clienti**.

In tal caso, i flussi di sottoscrizione e rimborso pervenuti ai distributori sono incanalati da questi al soggetto cui è stata esternalizzata la funzione di *back office* anziché alla società di gestione del risparmio, con la conseguenza che la conclusione di rapporti commerciali con nuovi collocatori implica che vi sia una connessione informatica tra questi e il predetto soggetto incaricato dalla società di gestione. In caso di esternalizzazione della funzione di *back office* clienti, inoltre, è l'incaricato dello svolgimento di tale funzione che tiene il registro degli investitori.

Si rammenta, infine, che il processo di esecuzione degli ordini risulta ulteriormente semplificato se il soggetto al quale è esternalizzata la funzione di *back office* coincide con la banca depositaria, peraltro incaricata di effettuare anche la valorizzazione delle quote.

Esemplificazioni

Come esempio di piattaforma integrata infra-gruppo si cita il caso di una società di gestione italiana di grandi dimensioni. Per quanto concerne i profili organizzativi rilevanti per i processi di esecuzione degli ordini di sottoscrizione e rimborso si rappresenta che:

- 1) la società di gestione ha esternalizzato la funzione amministrativa di *back office* clienti alla banca depositaria del gruppo;
- 2) la medesima banca depositaria effettua il calcolo del NAV dei fondi.

In tale contesto, gli ordini di sottoscrizione e rimborso raccolti dai distributori vengono indirizzati da questi al soggetto cui è stata esternalizzata la funzione di *back office* clienti che provvederà alla lavorazione dei medesimi mediante flussi informativi integrati al suo interno tra l'unità preposta allo svolgimento della funzione di *back office* e quella preposta al calcolo del NAV.

In caso di commercializzazione diretta dei fondi comuni istituiti e gestiti da una società di gestione del risparmio, è la società stessa che provvede all'inoltro degli ordini di sottoscrizione e rimborso al soggetto incaricato della funzione di *back office* clienti.

3.2.3. I punti di forza e i punti di debolezza del modello

Il modello distributivo di integrazione verticale implica frequentemente un processo operativo che si basa sull'utilizzo di piattaforme integrate e sulla presenza di un soggetto centralizzatore degli ordini (c.d. *single-entry-point* di gruppo), preposto alla lavorazione dei medesimi.

Tale soggetto, a seconda dell'assetto organizzativo adottato dalla società di gestione del risparmio, coincide con il gestore medesimo o con la società cui è stata esternalizzata la funzione amministrativa di *back office* clienti.

Siffatto schema operativo trova il proprio punto di forza nell'esistenza di economie di scala e di scopo che consentono la razionalizzazione dei processi in un'ottica di contenimento dei costi.

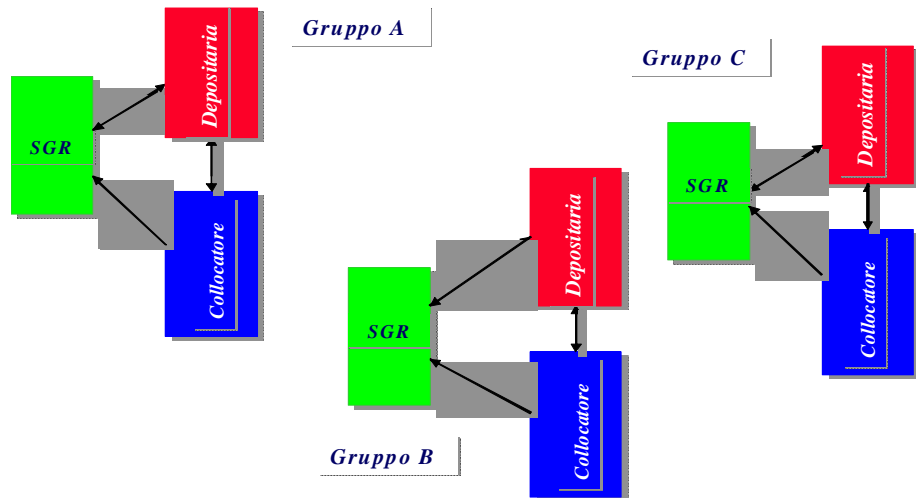
Il sistema si presenta, pertanto, come efficiente al suo interno, ovvero per i partecipanti al processo distributivo che ove partecipino al medesimo gruppo societario, sono capaci di dialogare tra loro per il tramite dell'utilizzo di una piattaforma integrata.

Si evidenzia, peraltro, che proprio l'esistenza di una *piattaforma integrata infra-gruppo* (cfr. fig. 3) si configura come una barriera per l'instaurazione di nuove relazioni commerciali con soggetti esterni al gruppo e, come tali, non capaci di connettersi ad essa a meno di non effettuare investimenti informatici di rilievo.

Un ulteriore punto di debolezza è quello relativo alla portabilità delle quote o azioni di OICR. Quest'ultima presenta caratteristiche molto diverse a seconda che interessi distributori appartenenti allo stesso gruppo ovvero un distributore *uscente* appartenente al gruppo della casa prodotto e un distributore *entrante* estraneo a tale gruppo. Nel secondo caso, infatti, sussiste un incentivo, da parte del distributore uscente appartenente al gruppo di produzione, ad assistere il cliente nell'assumere la propria decisione prospettandogli soluzioni alternative alla portabilità delle quote e, per tale via, evitando il passaggio ad altro intermediario (cfr. *infra* paragrafo 3.3.2).

Il sistema potrebbe essere rappresentato come nella figura di seguito riportata, ovvero come una pluralità di "mondi chiusi" tra i quali non sussistono connessioni.

Fig. 3: rappresentazione di un sistema basato sull'integrazione verticale tra società-prodotto e distributori.



3.3. Il modello distributivo “few-to-many”

Logica ultra-gruppo

Affermazione sul mercato nazionale

Il modello distributivo c.d. *few-to-many* si basa su una pluralità di relazioni tra i partecipanti al processo distributivo dei fondi più ampia del modello di integrazione verticale.

Tale modello ha trovato affermazione in Italia principalmente con riferimento ai fondi di diritto estero. Le modalità di commercializzazione di tali fondi nel mercato nazionale, secondo quanto stabilito dalla disciplina vigente, prevedono, infatti, che gli OICR esteri armonizzati si avvalgano in Italia, oltre che dei soggetti distributori, di un *soggetto incaricato dei pagamenti* (c.d. SIP) e di un *soggetto preposto alla cura dei rapporti con gli investitori*⁽³⁸⁾.

La prassi operativa pone in evidenza che gli schemi organizzativi adottati dagli OICR esteri per la commercializzazione delle loro quote o azioni in Italia si caratterizzano per:

- l’accentramento delle due funzioni di *soggetto incaricato dei pagamenti* e di *soggetto preposto alla cura dei rapporti con gli investitori* in un unico soggetto di natura bancaria;

⁽³⁸⁾ Si rammenta che il *soggetto incaricato dei pagamenti* presiede allo svolgimento delle funzioni di intermediazione nei pagamenti connessi agli ordini di sottoscrizione di quote di OICR, rimborsi e corresponsione dei proventi; il *soggetto che cura i rapporti con gli investitori* presiede all’attività amministrativa relativa alle domande di sottoscrizione e alle richieste di rimborso o di estinzione delle azioni ricevute dai soggetti incaricati del collocamento, provvedendo anche all’inoltro al sottoscrittore della lettera di conferma dell’investimento ed alla consegna al partecipante il certificato rappresentativo delle quote o azioni, ove richiesto.

- il fatto che la selezione del *soggetto incaricato dei pagamenti* costituisce l'esito di una contrattazione condizionata dal peso dimensionale dei contraenti e dalle vischiosità connesse alle relazioni con i gruppi di appartenenza dei singoli collocatori.

Ne deriva che un medesimo OICR estero, per la commercializzazione in Italia delle proprie quote o azioni, può trovarsi nella circostanza di avvalersi di una pluralità di soggetti incaricati dei pagamenti.

Esemplificazioni

Al riguardo, tra le esperienze audite, si ritiene opportuno rammentare i modelli organizzativi adottati da due dei principali *player* europei che commercializzano i propri prodotti in Italia.

- Il modello della prima società prevede la presenza di ben **dieci soggetti incaricati dei pagamenti**.

A fronte della numerosità di tali soggetti si evidenzia l'elevata concentrazione del patrimonio distribuito: ben l'80% degli ordini di sottoscrizione confluiscono, infatti, in soli quattro soggetti.

- Il modello della seconda società prevede la presenza di ben **cinque soggetti incaricati dei pagamenti**.

Anche in questo caso si evidenzia l'elevato indice di concentrazione dell'ammontare di patrimonio distribuito: ben il 75% degli ordini di sottoscrizione confluiscono, infatti, in soli due soggetti.

Il modello distributivo *few-to-many* ha trovato applicazione in Italia anche con riferimento alla distribuzione di fondi di diritto italiano e, in particolare, con riferimento ai fondi istituiti e gestiti da società di gestione di medie dimensioni e caratterizzate da un assetto proprietario di tipo consortile, con un numero elevato di distributori.

In riferimento alla distribuzione di fondi italiani, il modello *few-to-many* costituisce indubbiamente una realtà di rilievo più contenuta rispetto a quello di integrazione verticale e pur tuttavia non trascurabile.

Esemplificazioni

Si evidenzia al riguardo la realtà di una società di gestione di medie dimensioni.

A fronte di n. 26 OICR gestiti, la società si avvale di n. 7 banche depositarie e di circa n. 120 soggetti collocatori (banche e SIM), con circa 8.000 sportelli.

3.3.1. Il processo operativo di esecuzione degli ordini degli investitori

Il processo operativo relativo all'esecuzione degli ordini degli investitori sotteso a un modello *few-to-many* consiste nello scambio di flussi informativi tra i partecipanti al processo distributivo non necessariamente appartenenti al medesimo gruppo societario e sulla base dell'utilizzo di piattaforme di dialogo che – come si specificherà meglio nel prosieguo – sono integrate solo parzialmente.

Al riguardo, si procede innanzitutto a illustrare la direzionalità dei menzionati flussi informativi con particolare riferimento ai fondi di diritto estero (in considerazione della più ampia diffusione che tale modello ha avuto per tali prodotti) per poi analizzare il tipo di relazioni che i medesimi implicano⁽³⁹⁾.

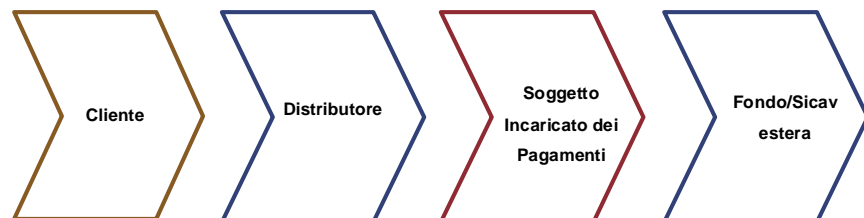
Sottoscrizione e rimborso

Come già evidenziato precedentemente, i processi relativi all'esecuzione degli ordini di sottoscrizione e rimborso delle quote o azioni di OICR esteri si caratterizzano rispetto a quelli relativi ai fondi italiani, per la partecipazione del *soggetto incaricato dei pagamenti* e del *soggetto che cura i rapporti con i partecipanti* che, perlopiù, vengono a coincidere.

In particolare, gli ordini raccolti dal distributore in Italia sono canalizzati presso il soggetto che cura i rapporti con i partecipanti che, successivamente, provvede ad inoltrarli all'OICR estero, al fine dell'esecuzione delle fasi di *valorizzazione* e *regolamento*. Il *soggetto incaricato dei pagamenti* (in passato qualificato come “banca corrispondente”) provvede al trasferimento dei flussi monetari.

Di seguito si rappresenta la direzione dei flussi informativi per gli ordini di sottoscrizione e rimborso aventi ad oggetto quote di fondi aperti (o azioni di Sicav) di diritto estero (*cf. fig. 4*).

Fig. 4: flussi relativi agli ordini di sottoscrizione e rimborso per i fondi/Sicav di diritto estero (caso in cui il soggetto che cura i rapporti con i partecipanti coincida con il soggetto incaricato dei pagamenti).



⁽³⁹⁾ Con riferimento ai fondi italiani, infatti, il processo di esecuzione degli ordini di sottoscrizione e rimborso ripercorre le fasi già descritte per il modello di integrazione verticale, con la differenza che nel modello *few-to-many* esiste una pluralità di relazione tra i partecipanti più ampia.

Portabilità delle quote

In una prospettiva dinamica di gestione dei flussi informativi, si rappresenta il processo di portabilità delle quote dei fondi⁽⁴⁰⁾.

Si osserva, innanzitutto, che l'esecuzione del processo di portabilità delle quote o azioni per gli OICR esteri differisce da quello relativo ai fondi italiani per il fatto che nel primo caso:

- a) si verifica più frequentemente che i due distributori (entrante ed uscente) non appartengono al medesimo gruppo, con la conseguenza che può venire a mancare la condivisione dei tempi di comunicazione dell'accettazione da parte dei medesimi distributori;
- b) esiste un ulteriore interlocutore, il SIP, il quale deve dialogare sia con i distributori che con lo stesso OICR estero.

Ricordando che la comunicazione tra i soggetti coinvolti risulta funzionale alla riconciliazione della posizione in quote/azioni dell'investitore - che dovrà essere "scaricata" dal conto del collocatore uscente al fine di essere "caricata" sul conto del collocatore entrante -, si osserva che **il collocatore uscente, nel caso del modello *few-to-many*, impiega, al fine di rilasciare la propria comunicazione, un intervallo temporale oscillante tra una e più settimane.**

Di seguito si rappresenta la direzione dei flussi informativi di detto processo (*cfr. fig. 5*).

Fig. 5: portabilità delle quote nel caso in cui i distributori facciano riferimento al medesimo soggetto incaricato dei pagamenti.

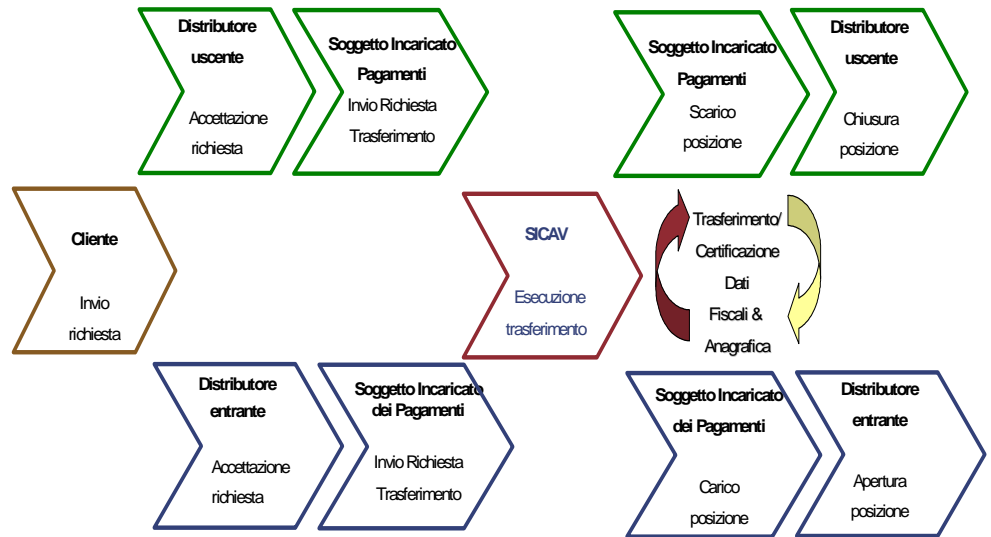


Il processo relativo alla portabilità delle quote o azioni di OICR risulta, inoltre, **ulteriormente complicato nel caso in cui i due distributori (quello entrante e quello uscente) facciano riferimento a differenti soggetti incaricati dei pagamenti.**

⁽⁴⁰⁾ Si tralascia il processo di trasferimento delle quote in quanto, come già evidenziato, il medesimo assume un'importanza residuale in assenza di un mercato di scambio.

Di seguito si evidenzia la direzione dei flussi informativi (cfr. fig. 6).

Fig. 6: portabilità delle quote nel caso in cui i distributori facciano riferimento a diversi soggetti incaricati dei pagamenti.



In tale situazione, infatti, oltre all’acquisizione da parte della società di gestione (o della Sicav) dell’accettazione della richiesta dei due distributori (e, in particolare, da quello uscente), è necessario che il *soggetto incaricato dei pagamenti* che fa capo al collocatore uscente comunichi al *soggetto incaricato dei pagamenti* che fa capo al collocatore entrante la certificazione dei dati fiscali relativi alla posizione dell’investitore.

Si rammenta, infatti, che, nell’ambito della commercializzazione in Italia di parti di OICR esteri armonizzati, il *soggetto incaricato dei pagamenti* assume anche la funzione di sostituto d’imposta.

Quindi, nel caso in cui ricorra anche il cambiamento del soggetto incaricato dei pagamenti, il processo di “portabilità” delle quote **risulterà più complesso, giungendo a completamento in un arco temporale generalmente variabile tra uno e due mesi.**

Per quanto concerne la tenuta del registro degli investitori (effettuata dal c.d. *registrar*), si osserva che, ai fini della distribuzione in Italia di OICR esteri armonizzati, risulta diffusa la procedura di sottoscrizione con c.d. *nominee*. Infatti, i moduli di sottoscrizione delle quote dei fondi esteri prevedono, in generale, la possibilità per l’investitore di conferire, al momento dell’adesione, mandato al soggetto che cura i rapporti con i partecipanti - che di frequente coincide con il *soggetto incaricato dei pagamenti* - al fine della sottoscrizione delle quote in nome proprio e per conto dell’investitore.

In particolare, il conferimento del mandato prevede anche che il *soggetto che cura i rapporti con i partecipanti* provveda all'inoltro dei dati relativi alle operazioni di sottoscrizione, conversione e rimborso in forma aggregata in proprio nome e per conto del sottoscrittore.

Le quote dei fondi risulteranno iscritte nel registro dei partecipanti a nome di tale soggetto, con evidenza che si tratta di strumenti finanziari di pertinenza di terzi; il soggetto che cura i rapporti con i quotisti manterrà presso di sé le evidenze delle posizioni dei singoli investitori.

3.3.2. Le relazioni tra i partecipanti al processo distributivo e la standardizzazione dei flussi

L'esecuzione degli ordini degli investitori concernenti **OICR esteri armonizzati** implica lo scambio di flussi informativi che coinvolgono in Italia i soggetti preposti alla cura dei rapporti con i partecipanti e alla funzione di intermediazione dei pagamenti.

L'esistenza, in riferimento ad uno stesso OICR estero armonizzato, di una pluralità anziché di un unico soggetto che svolge la funzione di intermediazione nei pagamenti:

- 1 da un lato, richiede al soggetto gestore l'instaurazione ed il mantenimento di una **pluralità di sistemi di dialogo, ovvero di un sistema di decodifica di una pluralità di linguaggi differenti;**
- 2 dall'altro, produce un **rallentamento nell'esecuzione dei processi di esecuzione degli ordini.**

In particolare, come già visto anche nella descrizione del modello integrato verticalmente, la discrezionalità con cui il distributore *uscente* può incidere sulla **tempistica di esecuzione degli ordini** concernenti il processo della portabilità delle quote dei fondi si riflette sulla rapidità di esecuzione delle scelte dell'investitore finale.

Talora, inoltre, le modalità di trasmissione dei flussi non risultano automatizzate, con inevitabili impatti in termini di accrescimento del rischio operativo, anche con riferimento alla conservazione dell'integrità dei dati e alla corretta ricostruibilità dei processi.

Le stesse osservazioni (esistenza di una pluralità di sistemi di dialogo, rallentamenti nell'esecuzione dei processi e permanere di manualità) acquistano rilievo anche per quanto concerne l'implementazione del modello *few-to-many* per i **fondi aperti di diritto italiano.**

Come già evidenziato, sono soprattutto le società di gestione di media dimensione e caratterizzate da assetti proprietari di stampo consortile o diffuso ad adottare modelli distributivi di tipo *few-to-many*.

In sintesi, il modello *few-to-many* si caratterizza per la presenza di una molteplicità di sistemi informativi dei soggetti partecipanti al processo distributivo.

La pluralità di piattaforme è generalmente ricondotta ad unità tramite l'utilizzo di sistemi di decodifica dei differenti linguaggi utilizzati (si parla in proposito di standardizzazione dei flussi).

Esemplificazioni

Come esempio di scambio di flussi informativi nell'ambito di un sistema *few-to-many* si cita il caso di una società di gestione di medie dimensioni.

In particolare, tale società ha definito una procedura che consente di decodificare i messaggi provenienti dalla pluralità di soggetti collocatori (oltre un centinaio) e dalle banche depositarie (pari a sette), a prescindere dai sistemi informatici utilizzati da tali soggetti.

Tale procedura ha, pertanto, consentito alla società di gestione di costituire un *network* tra i soggetti partecipanti al processo distributivo (quali collocatori e banche depositarie) che appartengono anche a differenti gruppi bancari.

3.3.3. I punti di forza e i punti di debolezza del modello

Lo schema operativo sotteso a un modello *few-to-many* implica il coinvolgimento, nello svolgimento dei processi, di soggetti appartenenti ad una pluralità di gruppi societari.

Il punto di forza del modello è pertanto riscontrabile nel *maggior grado di apertura* rispetto all'ipotesi dell'integrazione verticale.

A fronte della maggiore apertura, si osserva che il sistema costituisce pur sempre un ambiente ad integrazione parziale dei flussi. Ciò è dovuto al fatto che non tutti i partecipanti al processo distributivo di un prodotto sono in grado di "leggersi" reciprocamente e che il sistema non risulta connesso con i soggetti esterni al processo distributivo medesimo (cioè ai soggetti che non si configurano né come collocatori, né come banche depositarie, né come soggetti incaricati dei pagamenti).

Al primo profilo - ovvero che non tutti i soggetti partecipanti al processo distributivo sono in grado di "leggersi" in modo automatizzato - è connesso l'aspetto relativo al *permanere di manualità* nella fase di scambio dei flussi e di elaborazione dei dati oggetto dei medesimi, con inevitabili impatti in termini di costi e di rischio operativo.

Il secondo profilo - ossia la chiusura del sistema nei confronti dei soggetti non partecipanti al processo distributivo - pone ancora una volta in evidenza le difficoltà sopportate dagli investitori sul fronte della portabilità delle quote.

Si possono, inoltre, condurre alcune riflessioni in termini di concorrenza. La ridotta contendibilità del modello descritto, infatti, impedisce ai vari soggetti operanti nel settore (società di gestione, collocatori, banche depositarie) di affrancarsi dalla vischiosità dei rapporti attualmente in essere.

3.4. L'ipotesi operativa della standardizzazione dei flussi

*Unicità di
linguaggio e
procedure*

La standardizzazione dei flussi è una modalità di svolgimento dei processi che può essere adottata a prescindere dal modello distributivo di riferimento.

Ad un livello base, la standardizzazione dei flussi implica la condivisione tra tutti gli operatori partecipanti al processo distributivo dei fondi comuni aperti (società di gestione del risparmio, collocatori, banche depositarie) del **linguaggio** utilizzato nell'ambito dell'esecuzione degli ordini aventi ad oggetto la sottoscrizione e il rimborso delle quote di partecipazione ai fondi.

In un'ipotesi di standardizzazione più ampia, l'uniformità del linguaggio è accompagnata dalla standardizzazione delle **procedure**.

A tal fine acquistano rilievo, a titolo esemplificativo, i seguenti aspetti:

- l'identificazione in modo univoco dei soggetti partecipanti al processo distributivo dei fondi (ad es., mediante l'utilizzo di codici universalmente riconosciuti);
- la determinazione dei tempi di validazione e di riscontro degli ordini di sottoscrizione e rimborso inoltrati dagli investitori e di generazione della conferma delle operazioni eseguite;
- la definizione della frequenza e del contenuto della reportistica messa a disposizione dei clienti, in coerenza con quanto stabilito dalla normativa;
- l'armonizzazione delle modalità e dei tempi di regolamento delle operazioni, in coerenza con quanto stabilito dalla normativa.

*Standardizzazione
dei flussi per le
operazioni sui
fondi aperti*

Si osserva, al riguardo, che i modelli distributivi dei fondi comuni aperti affermatasi sul mercato nazionale prevedono una standardizzazione dei flussi che risulta limitata ai partecipanti al processo distributivo, per lo più appartenenti al medesimo gruppo societario della società-prodotto, nel modello di integrazione verticale, ovvero a differenti gruppi societari, nel modello *few-to-many*.

Trattasi, però, di un'armonizzazione dei linguaggi solo parziale, in quanto implementata in presenza di frammentazione dei sistemi operativi in uso presso i diversi soggetti che intervengono nel processo di distribuzione dei fondi.

Qualora la standardizzazione dei flussi sia invece attuata “a livello di sistema”, essa risulta potenzialmente in grado di creare un *network* tra tutti gli operatori, sulla base dell’unicità del linguaggio e potenzialmente delle procedure operative adottate, a prescindere dal modello distributivo prevalente e dall’eventuale appartenenza del soggetto distributore ad un gruppo societario.

Un siffatto *network* linguistico e procedurale non è suscettibile di interferire con le modalità di strutturazione della relazione tra società-prodotto e intermediari distributori. La standardizzazione dei flussi, infatti, risulta compatibile con il mantenimento della convenzione di collocamento che attualmente conforma la suddetta relazione.

Approfondimento

L’opportunità di approdare ad una standardizzazione a livello di sistema del processo di gestione del ciclo di vita degli ordini aventi ad oggetto la sottoscrizione e il rimborso delle quote dei fondi comuni aperti è già stata posta in evidenza nell’ambito del rapporto “*Standardization of fund processing in Europe*”, pubblicato da EFAMA nel Settembre 2008.

In tale rapporto si è evidenziato come l’esistenza di un’accentuata frammentazione dei sistemi configuri una delle principali fonti di inefficienza dell’industria europea dell’*asset management*.

3.4.1 I punti di forza e i punti di debolezza

La standardizzazione dei flussi a livello di sistema implica la possibilità per tutti gli attori del processo distributivo dei fondi aperti di comunicare tra loro a prescindere dai sistemi informativi adottati.

Il superamento delle barriere esistenti tra gli operatori, riconducibili alla frammentazione dei meccanismi di comunicazione e all’affermazione di forme di standardizzazione di gruppo, sarebbe in grado di introdurre nell’industria un maggiore grado di apertura, con il conseguente innalzamento del livello di competitività.

Ne risulterebbero, inoltre, agevolati anche i processi di portabilità delle quote dei fondi da parte degli investitori, nonché di accesso ad una molteplicità di canali distributivi, da parte degli intermediari.

Tuttavia, la standardizzazione dei flussi non implica di per sé l’adozione di un’unica piattaforma deputata a veicolare i flussi informativi; d’altro canto in un contesto caratterizzato da una maggiore uniformità nelle modalità di svolgimento dei processi (si pensi all’ipotesi di standardizzazione dei flussi con standardizzazione delle procedure) sono destinate ad acquisire maggior rilievo anche le differenze nella qualità dell’attività gestoria.

***Accresciuta
competitività***

***Permanere di
un elevato
rischio
operativo***

Comunque, la standardizzazione non comporta l'eliminazione totale del rischio operativo, connesso anche al residuo di aree di manualità ineliminabili nella gestione dei processi⁽⁴¹⁾.

3.5. L'ipotesi del modello operativo del “*single-entry point*”

In questo paragrafo si descrive un modello di possibile evoluzione dell'attività di *processing* delle quote dei fondi aperti basato su un'infrastruttura di sistema.

Tale ipotesi, di seguito definita “*single-entry point*”, è assimilabile a un sistema “a rete” caratterizzato dalla presenza di due tipologie di utenti (*two-way networks*) e volto alla produzione di servizi a favore di entrambe. In prima approssimazione, le due **tipologie di utenti** sono le case-prodotto di quote di fondi comuni aperti (in breve, “emittenti”) e i soggetti che si occupano della distribuzione di dette quote (in breve, “intermediari”), mentre i **servizi** discendono dalla interposizione fra i vari soggetti, al fine della agevolazione, standardizzazione ed efficientamento delle relazioni fra di essi.

Supponendo che vi siano m emittenti e n intermediari, in assenza di un'infrastruttura di sistema che operi da *single-entry point*, il numero di relazioni che si dovrebbero instaurare per permettere a tutti gli intermediari di usufruire dei servizi summenzionati relativamente a tutti gli emittenti sarebbe pari a $m*n$.

La presenza di un *single-entry point* riduce (per valori di m e n sufficientemente elevati) il numero di relazioni necessarie a garantire il “collegamento” tra emittenti e intermediari a $m+n$. Ciò comporta, quantomeno, la realizzazione di due ulteriori presupposti:

- l'armonizzazione della tecnologia impiegata da emittenti e intermediari;
- la standardizzazione dei protocolli di comunicazione.

Con particolare riferimento alla realizzazione di economie di costo, è prevedibile che queste sarebbero tanto maggiori quanti più servizi venissero centralizzati presso l'infrastruttura di sistema. Ciò tuttavia dipenderebbe dalla volontà delle società di gestione di esternalizzare alcune delle funzioni svolte e dalla capacità del soggetto che funge da *single-entry point* di svolgerle.

E' utile osservare che la presenza di un'infrastruttura di sistema prescinde dal contesto istituzionale di riferimento, dai modelli di *governance* prescelti ed, entro certi limiti, dal numero di soggetti che in

⁽⁴¹⁾ Nel rapporto EFAMA-SWIFT (Marzo 2009) è stato evidenziato che nei paesi coinvolti nell'indagine la standardizzazione contribuisce in maniera rilevante (pari all'83%) all'automazione.

concreto esercitano le funzioni specifiche attraverso le quali si sostanzia la summenzionata funzione di interposizione tra emittenti e intermediari.

3.5.1 Il modello di gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi comuni aperti

Elementi caratterizzanti la gestione di quote di fondi comuni aperti

Quanto rappresentato nel paragrafo precedente con riferimento alle quote di fondi comuni aperti si verifica già, nel contesto italiano, per gli strumenti finanziari diversi dalle quote di fondi aperti, relativamente ai quali si ha l'interposizione di un depositario centrale in veste di infrastruttura *single-entry point*.

Si evidenzia, pertanto, date anche le premesse del paragrafo precedente, che il modello in uso per tali strumenti finanziari potrebbe trovare applicazione anche in relazione alle quote dei fondi aperti, come avviene, seppure con modalità differenziate, in altri paesi, quali ad esempio Francia, Germania e Stati Uniti (si vedano le schede inserite in Allegato al presente Capitolo 3).

L'interposizione di un depositario centrale nell'industria dei fondi comuni aperti risulta possibile, in considerazione della disciplina vigente, in quanto si preveda la dematerializzazione delle quote dei fondi (cfr. par. 2.2.2).

Al fine di procedere nell'analisi, si evidenziano, preliminarmente, le differenze tra la gestione del ciclo di vita dell'ordine concernente gli strumenti finanziari diversi dalle quote di fondi comuni aperti e la gestione del ciclo di vita degli ordini riguardante tali quote. Infatti:

- come visto nei paragrafi precedenti, il rapporto tra società di gestione del risparmio e intermediari collocatori è regolato dalla cosiddetta convenzione di collocamento. L'accentramento in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti è compatibile con il mantenimento di tale convenzione. Ciò implica, tuttavia, che il numero di relazioni desiderato dai soggetti coinvolti non è necessariamente pari al massimo evidenziato *sub* paragrafo 3.5⁽⁴²⁾;
- la gestione degli ordini aventi ad oggetto quote di fondi aperti implica il coinvolgimento, oltre che della società di gestione del risparmio e dell'intermediario distributore, anche di ulteriori soggetti, variabili a seconda della giurisdizione – italiana o estera – dell'OICR. Nel caso di fondi di diritto italiano trattasi della banca depositaria mentre, nel caso di fondi di diritto estero

⁽⁴²⁾ In senso stretto, ciò è vero anche per gli strumenti finanziari diversi dalle quote dei fondi. In tal caso, tuttavia, la descrizione del testo rappresenta un'approssimazione soddisfacente.

commercializzati in Italia trattasi del *soggetto incaricato dei pagamenti* e del *soggetto che cura i rapporti con i partecipanti* anche se, in pratica, nella maggior parte dei casi lo stesso soggetto svolge entrambe le funzioni.

Ulteriori elementi caratterizzanti la gestione del ciclo di vita dell'ordine avente ad oggetto quote di fondi comuni, che saranno delineati nel prosieguo del paragrafo, concernono la direzionalità dei flussi informativi tra soggetto emittente ed intermediario.

Nel contesto italiano, relativamente alle **quote di fondi di diritto italiano**, le **società di gestione del risparmio** assumono il ruolo di emittenti, mentre gli **intermediari collocatori** assumono, o meglio possono assumere, il ruolo di intermediari partecipanti al depositario centrale⁽⁴³⁾. Le società di gestione del risparmio sono tenute ad aprire un conto in cui è rappresentata la totalità dell'emissione (cosiddetto conto emittente), mentre gli intermediari collocatori partecipanti al depositario centrale avranno a disposizione uno o più conti nei quali saranno rappresentate le quote di fondi aperti di pertinenza della propria clientela.

Nell'ipotesi operativa qui descritta, l'applicazione del concetto di *single-entry point* alle quote dei fondi aperti implica che il depositario centrale possa offrire, con riferimento a tali quote e in quanto rilevanti, tutti i servizi di gestione accentrata e di liquidazione. Nell'ambito dei **servizi di gestione accentrata** rientrano, in primo luogo, la registrazione dei movimenti contabili delle quote dei fondi conseguenti alle sottoscrizioni e ai rimborsi di quote, ma anche la gestione di eventi societari quali, ad esempio, la distribuzione dei proventi. Rientrano in questa categoria anche le operazioni di *switch*, in quanto impattano sul numero totale di quote emesse, e i processi di portabilità e di trasferimento delle quote descritti nel paragrafo 3.2.1. Come detto in quella sede, i trasferimenti assumono una valenza residuale rispetto alle altre operazioni sulle quote di fondi aperti. In relazione ai servizi che un depositario centrale può offrire, si può affermare che i servizi di gestione accentrata sono nettamente prevalenti rispetto a quelli di liquidazione, stante l'assoluta preminenza, nell'ambito dell'operatività complessiva degli OICR, delle operazioni di sottoscrizione e rimborso. Il *single-entry-point*, nello svolgimento dell'attività di gestione accentrata può offrire, interponendosi tra le SGR e gli intermediari collocatori, un servizio di gestione centralizzata degli ordini di sottoscrizione e di rimborso delle quote.

Oltre a quanto sopra, il depositario centrale può esercitare, con riferimento alle quote di fondi e in quanto rilevanti, le attività connesse e

I partecipanti al sistema

I servizi di gestione accentrata e di liquidazione

⁽⁴³⁾ Un intermediario collocatore potrebbe decidere di usufruire dei servizi di un altro intermediario partecipante al depositario centrale e, quindi, avvalersi dell'infrastruttura del depositario centrale in modo "indiretto".

strumentali ai servizi di gestione accentrata e di liquidazione, analogamente a quanto già avviene per gli strumenti finanziari in generale. Tra le attività connesse e strumentali si possono immaginare l'aggiornamento del registro dei sottoscrittori detenuto dalle società di gestione del risparmio e il computo e il regolamento dei flussi commissionali tra società di gestione e intermediari distributori.

*I flussi
informativi*

In generale, il depositario centrale, grazie alle informazioni che riceve dalle società di gestione del risparmio e dagli intermediari collocatori, gestisce sottoscrizioni, rimborsi e portabilità per il tramite di **semplici scritture**. La gestione si può riferire alle sole quote o anche al contante.

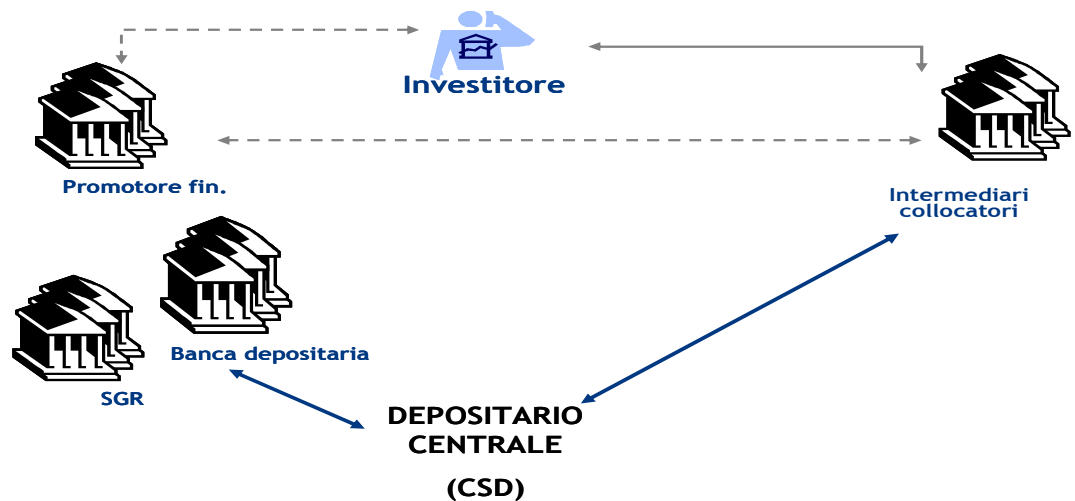
Nel caso specifico delle operazioni di sottoscrizione, le società di gestione del risparmio, una volta calcolato il numero di quote da emettere, danno istruzione al depositario centrale di accreditare i conti degli intermediari partecipanti. Il depositario centrale provvederà a dare corso alle istruzioni ricevute da ciascuna società di gestione del risparmio, addebitando altresì il relativo conto emittente. Se rilevante, il depositario centrale gestisce il trasferimento dei fondi dagli intermediari partecipanti, o dai loro agenti di regolamento del contante, al conto afflussi delle società di gestione del risparmio detenuti presso le rispettive banche depositarie.

*Direzionalità
dei flussi
informativi*

Il riferimento specifico alle operazioni di sottoscrizione fa emergere un'ulteriore peculiarità delle quote di fondi aperti rispetto agli strumenti finanziari in generale (lo stesso vale per le operazioni di rimborso). Nel caso delle quote di fondi aperti, come descritto nei paragrafi 3.2 e 3.3, le operazioni di sottoscrizione e rimborso non sono originate dall'emittente, il quale subisce le scelte degli investitori. Nel concreto, le operazioni di sottoscrizione e rimborso sono comunicate dagli intermediari collocatori alle società di gestione che, come detto, sono tenute a determinare il numero di quote da emettere o annullare. Conseguentemente, al fine di sfruttare al massimo le potenzialità offerte dalla presenza di un depositario centrale, come descritto con riferimento agli strumenti finanziari in generale, **gli intermediari partecipanti potrebbero comunicare le operazioni di sottoscrizione e rimborso direttamente al depositario centrale il quale, a sua volta, le comunicherebbe alle società di gestione interessate**. Queste ultime, a loro volta, danno istruzione al depositario centrale di accreditare o addebitare, a seconda che si tratti di sottoscrizione o rimborso, i conti degli intermediari partecipanti.

Il sistema può, quindi, assumere una configurazione del tipo di quella rappresentata di seguito (*cf. fig. 7*).

Fig. 7: il sistema di gestione accentrata per le quote dei fondi comuni aperti.



**Gestione
accentrata e scelte
organizzative
delle SGR**

Come visto in precedenza, le società di gestione del risparmio adottano spesso la scelta organizzativa di esternalizzare lo svolgimento della funzione di *back office* clienti. Nella realtà si riscontra che, nella maggioranza dei casi, il soggetto destinatario dell'*outsourcing* amministrativo coincide con la banca depositaria. In tal caso, gli intermediari collocatori trasmettono gli ordini di sottoscrizione e rimborso e l'informativa necessaria per la gestione dei pagamenti direttamente a tale soggetto (e non alla società di gestione).

Tale scelta di *outsourcing* è compatibile con la presenza di un depositario centrale. Le società di gestione, infatti, possono attribuire al soggetto destinatario dell'esternalizzazione la gestione materiale del conto emittenti. In particolare, nel caso specifico in cui il soggetto prescelto coincida con la banca depositaria, quest'ultima riceve l'informativa sulle operazioni di sottoscrizione e rimborso e sui relativi pagamenti dal depositario centrale, se questi l'ha ricevuta dagli intermediari partecipanti.

La gestione del conto emittente da parte della banca depositaria verrebbe a costituire la modalità operativa attraverso la quale la banca depositaria medesima procede all'accertamento della legittimità delle operazioni di sottoscrizione e rimborso. In quanto gestore del conto emittente per conto della società di gestione, la banca depositaria sarebbe altresì in grado di accertare la legittimità della destinazione dei proventi, distribuiti per il tramite del depositario centrale.

Relativamente alla funzione attribuita alla banca depositaria, di detenere in custodia il certificato cumulativo relativo alle quote sottoscritte e di procedere all'aggiornamento della relativa rubrica, si rileva che la presenza del certificato cumulativo verrebbe meno in un sistema con depositario centrale.

**Certificato
cumulativo**

Relativamente alle **quote o azioni di OICR armonizzati di diritto estero**, la loro commercializzazione in Italia potrebbe avvenire per il tramite dei collegamenti tra i depositari centrali esteri e il depositario centrale italiano.

Tale assetto non preclude l'operatività in Italia del *soggetto che cura i rapporti con i partecipanti* oppure del *soggetto incaricato dei pagamenti*, evidentemente per l'espletamento di compiti che non potrebbero essere assolti dai depositari centrali.

In tal caso, i processi operativi potrebbero però risultare farraginosi qualora l'intervento dei predetti soggetti fosse richiesto (solo) per la prestazione di funzioni secondarie (ad es., sostituzione di imposta).

3.5.2. I punti di forza e di debolezza

L'evoluzione verso un'ipotesi operativa di tipo *single-entry point* contribuisce a ridurre costi e rischi operativi; ovviamente, tali effetti sono maggiori in presenza di un depositario centrale che gestisca in maniera unitaria non soltanto le sottoscrizioni e i rimborsi, ma anche i processi di portabilità e di trasferimento delle quote.

Ciò è vero soprattutto per le società di gestione del risparmio che hanno già optato per un modello di distribuzione aperto, nel quale i distributori appartengono a gruppi diversi (modello distributivo c.d. *few-to-many*). Nei casi in cui si sia affermato un modello di distribuzione ad integrazione verticale, il vantaggio è potenziale.

Inoltre, i vantaggi specifici dell'accentramento delle quote dei fondi aperti in regime di dematerializzazione sono rappresentati da:

- la risoluzione delle diseconomie legate alla presenza del certificato cumulativo e alle modalità di amministrazione delle quote da esso rappresentate;
- la più agevole portabilità delle quote;
- la possibilità, ai sensi del Decreto Euro, di utilizzo delle medesime quote per finalità di garanzia.

Vantaggi analoghi sussisterebbero anche per le società-prodotto estere, le quali potrebbero sfruttare i collegamenti in essere tra i depositari centrali esteri e il depositario centrale italiano.

A fronte dei suddetti vantaggi, occorre tuttavia considerare che l'introduzione di un'infrastruttura del tipo *single-entry point*, qualunque sia il soggetto che agisca come tale, potrebbe comportare il sostenimento di costi iniziali di adeguamento del sistema.

Si deve inoltre considerare che l'affermazione di un modello *single-entry-point*, sottraendo una serie di funzioni al soggetto incaricato dei pagamenti per gli OICR esteri, porrebbe la questione dello svolgimento della funzione di sostituzione d'imposta, attualmente affidata al predetto incaricato; funzione, questa, che non risulta direttamente riconducibile alle attività tipicamente svolte da un gestore accentrato.

La comparazione dei benefici e dei costi connessi con l'implementazione di ciascuna delle ipotesi operative fin qui passate in rassegna è comunque rinviata al capitolo seguente.

* * *

APPENDICE – LE ESPERIENZE DI GESTIONE ACCENTRATA DELLE QUOTE DI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO DI TIPO APERTO.

Si riportano di seguito, in apposite schede illustrative, le principali caratteristiche dei sistemi di implementazione della gestione accentrata di quote di fondi comuni aperti che sono state approfondite nel corso delle audizioni tenute dal Gruppo di lavoro.

Trattasi di sistemi che coprono l'operatività in fondi nella maggior parte dei Paesi industrializzati, funzionando come *single entry point* per gli ordini concernenti tali prodotti, mediante l'utilizzo di un apposito canale di comunicazione.

Tali sistemi uniscono alla prestazione del servizio *core* di collazione degli ordini concernenti le quote di fondi comuni – svolto tramite l'utilizzo di apposite piattaforme – la prestazione di servizi complementari, quali quello di regolamento e di rendicontazione delle operazioni.

Monte Titoli

| <u>Informazioni anagrafiche</u> | |
|--|--|
| Denominazione | Monte Titoli S.p.A. |
| Assetti proprietari | Dal dicembre 2002 Monte Titoli è entrata a far parte del Gruppo Borsa Italiana (ora London Stock Exchange Group), a seguito dell'offerta di acquisto effettuata da Borsa Italiana, che ha portato al 98,77% la sua quota di possesso del capitale sociale di Monte Titoli. |
| Paesi in cui è operativo il sistema | Italia |

Informazioni operative

Servizi core

Monte Titoli nasce nel 1978 e inizia effettivamente a operare nel 1981, nell'ambito dell'amministrazione accentrata di valori mobiliari diversi dai titoli di stato. Nel 2000, Monte Titoli estende il suo raggio d'azione all'attività di gestione accentrata di titoli di stato. Ad oggi, gli strumenti finanziari sono accentrati presso la Società in forma quasi esclusivamente dematerializzata.

Nel 2000 Monte Titoli è stata autorizzata alla gestione dei **servizi di liquidazione** delle operazioni su strumenti finanziari non derivati, cosicché nel Novembre dello stesso anno è stato avviato il servizio Express su base lorda e, nel dicembre 2003, Express II, la piattaforma di clearing & settlement che ha integrato in un unico ambiente i processi di liquidazione su base netta e su base lorda. Nell'ambito dei servizi di liquidazione, Monte Titoli gestisce il servizio di riscontro e rettifica X-TRM, il quale consente, tra l'altro, l'inoltro delle operazioni a Express II o a sistemi di liquidazione esteri.

Il **sistema di gestione accentrata**, altamente automatizzato, offre le seguenti funzionalità:

- collocamento di nuove emissioni di strumenti finanziari;
- trasferimento, con modalità *free-of-payment*, degli strumenti finanziari sia in ambito domestico che transfrontaliero con elevati standard di sicurezza e un'informazione immediata sull'esito dell'operazione;
- gestione delle operazioni societarie sugli strumenti finanziari accentrati, sia italiani che esteri, mediante regolamento dei fondi in base monetaria o in moneta di banca commerciale.
- assistenza fiscale per fruire dei benefici fiscali derivanti dall'applicazione dei trattati contro la doppia imposizione, vigenti tra l'Italia e i Paesi esteri, nell'incasso dei proventi maturati sugli strumenti finanziari esteri accentrati.

Servizi aggiuntivi prestati

Monte Titoli fornisce altresì alcuni servizi a valore aggiunto, tra i quali si menzionano:

- **FIS** - Gestione dei Flussi Informativi standardizzati, che consente la segnalazione dei nominativi degli azionisti da effettuare a cura degli intermediari alle società emittenti ai sensi della legge vigente in occasione della partecipazione ad assemblee, del pagamento del dividendo e di operazioni sul capitale (il

| | |
|--|---|
| | <p>servizio garantisce la quadratura e verifica dei dati pervenuti dagli intermediari prima dell'inoltro agli emittenti);</p> <ul style="list-style-type: none"> • CPA - Comunicazioni Partecipazioni Assembleari, che consente agli intermediari di segnalare agli emittenti i nominativi degli azionisti che intendono intervenire in assemblea, in sostituzione della certificazione cartacea; • Info MT, destinato a fornire agli intermediari non partecipanti direttamente al Servizio di Gestione Accentrata l'informativa relativamente alle operazioni societarie sugli strumenti finanziari accentrati presso il sistema nonché all'informativa che a vario titolo viene divulgata da Monte Titoli. |
| Operatività svolta nell'ambito dei fondi | Ad oggi Monte Titoli gestisce il servizio di gestione accentrata nonché il servizio di Liquidazione (Express II) e le attività accessorie allo stesso (servizi di riscontro e rettifica) anche per i fondi comuni quotati (fondi chiusi ed ETF). |
| Piattaforma utilizzata e remunerazione della stessa | <p>È possibile accedere ai servizi di Monte Titoli tramite diversi canali di comunicazione: RNI (Rete Nazionale Interbancaria), SWIFT e MT-X – Monte Titoli <i>Internet Communication System</i>.</p> <p>In generale tutti i servizi sono soggetti ad un corrispettivo unitario fisso, salvo che:</p> <ul style="list-style-type: none"> • per il servizio di gestione accentrata per il quale è prevista, a carico degli intermediari, una struttura di corrispettivi scalare regressiva al crescere della giacenza; • per i servizi FIS/CPA linea 1, per i quali è previsto un canone strutturato per fasce, ognuna delle quali comprende un determinato volume massimo di nominativi, al di là del quale è prevista l'applicazione di un corrispettivo per gestione dei nominativi eccedenti. |

Euroclear

| | |
|--|--|
| <i>Informazioni anagrafiche</i> | |
| Denominazione | <i>Euroclear SA/NV</i> |
| Assetti proprietari | Il capitale sociale di Euroclear plc (capogruppo) è detenuto per l'87% da 216 azionisti che sono anche fruitori del sistema in quanto clienti Euroclear e per il restante 13% da Sicovam Holding SA (nata successivamente all'acquisizione |

| | |
|---|--|
| | <p>da parte di Euroclear di Sicovam SA ovvero il Depositario Centrale Nazionale Francese, ridenominato Euroclear France), anch'essa detenuta principalmente da entità aderenti ai sistemi di Euroclear Group.</p> <p>Euroclear SA/NV, il cui capitale è interamente detenuto da Euroclear plc, a sua volta controlla al 100% Euroclear Bank (ICSD – International Central Security Depository con sede a Bruxelles) e le seguenti CSD nazionali: Euroclear France SA (CSD francese con sede a Parigi), Euroclear UK & Ireland (CSD per Gran Bretagna ed Irlanda con sede a Londra), Euroclear Nederland (CSD olandese con sede ad Amsterdam), Euroclear Belgium (CSD belga con sede a Bruxelles), Euroclear Finland (CSD finlandese con sede a Helsinki), Euroclear Sweden (CSD svedese con sede a Stoccolma). Inoltre Euroclear SA/NV controlla EMXCo (piattaforma per l'invio automatico di ordini per fondi di investimento britannici) e Xtrakter Ltd (società che possiede TRAX, un sistema di matching dei trade).</p> <p>Euroclear ha anche degli uffici di rappresentanza in 7 paesi (Francoforte, San Paolo, New York, Hong Kong, Tokyo, Singapore, Pechino).</p> |
| <p>Paesi in cui è operativo il sistema</p> | <p>Euroclear, attraverso le varie società sopra indicate, gestisce sistemi di gestione accentrata e di <i>settlement</i> di transazioni domestiche e internazionali di titoli, obbligazioni, azioni e fondi di investimento. Nata come depositario centrale dei titoli Eurobond, Euroclear ha successivamente esteso la propria attività in una più ampia gamma di prodotti e servizi, rappresentando oggi per il mercato un unico punto di accesso (<i>single access point</i>) per servizi di <i>post-trading</i> in relazione ai diversi strumenti finanziari trattati in più di 30 paesi differenti.</p> |
| <p><u>Informazioni operative</u></p> | |
| <p>Servizi core</p> | <p>Il gruppo Euroclear ha come obiettivo principale quello di fornire una gamma completa di strumenti e servizi, sviluppata al fine di sostenere le attività di <i>post trading</i>. L'attività principale è quella di custodia e regolamento di titoli azionari, obbligazionari e fondi comuni d'investimento.</p> <p>Euroclear Bank svolge la funzione di International CSD offrendo servizi di <i>settlement</i> e <i>asset servicing</i> per obbligazioni internazionali, <i>money-market</i>, azioni e fondi. Euroclear Bank svolge anche servizi strumentali al <i>settlement</i> essendo autorizzata a svolgere alcune attività bancarie/finanziarie (ad es., prestito titoli e contante).</p> <p>Le altre società del gruppo, in qualità di CSD nazionali nei rispettivi paesi, svolgono attività di custodia, regolamento e <i>asset servicing</i> a livello domestico.</p> |

**Operatività
svolta
nell'ambito dei
fondi**

Con particolare riguardo alle operazioni di sottoscrizione e rimborso di fondi comuni aperti, Euroclear Bank gestisce FundSettle, piattaforma per il processing automatico delle transazioni in fondi, che copre circa 20 mercati tra i quali i principali sono quelli *cross border* come Lussemburgo ed Irlanda ad i quali si aggiungono diversi mercati locali e *offshore* ovvero Austria, Belgio, Francia, Germania, Italia, Svezia, Svizzera/Liechtenstein, Gran Bretagna, Norvegia, Guernsey, Jersey, Isola di Man, Bahamas, Bermuda, British Virgin Island, Cayman Islands, Labuan, Mauritius, Antille olandesi. Riguardo alla tipologia dei fondi la piattaforma consente il regolamento di fondi comuni aperti, fondi *money market* e anche *hedge funds*.

FundSettle ha la finalità di agevolare le transazioni tra distributori dei fondi e casa prodotto, potendo operare sia in modelli distributivi di tipo *transfer agent* che in modelli di tipo CSD*. In particolare:

- nell'ambito di modelli distributivi di tipo TA (come per le sicav lussemburghesi), FundSettle si interpone tra il cliente istituzionale ed il *transfer agent* che mantiene il registro dove vengono contabilizzate le quote dei fondi;
- nell'ambito di modelli di tipo CSD (come per i fondi francesi) FundSettle si interpone tra il cliente istituzionale e il *local CSD* dove avviene il regolamento degli ordini.

In entrambi i modelli FundSettle contribuisce all'automatizzazione dei mercati facilitando, attraverso dei messaggi standard, l'invio degli ordini di sottoscrizione, rimborso e *switch* ed il regolamento degli stessi. Al contempo vengono semplificati i flussi di pagamento tra il distributore e la casa prodotto in divise differenti. Il distributore ha la possibilità di centralizzare i flussi di cassa in un unico conto FundSettle.

Attraverso la piattaforma Fundsettle, Euroclear processa inoltre gli ordini inerenti alle quote di fondi (*order routing*).

In tale contesto, la **dematerializzazione** delle quote di fondi avviene su base **facoltativa**.

* Il *Transfer Agent model* vede l'interposizione della figura del *Transfer Agent* fra le società produttrici di fondi e i diversi soggetti che ne distribuiscono le quote. Questi ultimi hanno il contatto diretto con la clientela, costituita dagli investitori finali.

Il *CSD model* vede l'interposizione di un *central securities depository* che, da un lato, detiene in gestione accentrata le quote di fondi e, quindi, ne effettua la registrazione delle movimentazioni, dall'altro, gestisce la liquidazione delle transazioni aventi ad oggetto quote di fondi e, quindi, interloquisce con i partecipanti al servizio di liquidazione gestito. Questi ultimi, a loro volta, intrattengono il rapporto con gli investitori finali direttamente o per il tramite di uno o più intermediari. Inoltre, tale modello non è incompatibile con il permanere della figura di *TA*, al quale possono restare delegate alcune funzioni, segnatamente la tenuta del registro del fondo.

Servizi aggiuntivi prestati per le operazioni su fondi comuni aperti

L'insieme dei servizi a valore aggiunto offerti dal sistema - c.d. *asset servicing* in quanto relativi al ciclo di vita degli *assets* - consentono la custodia degli strumenti finanziari, l'apertura di nuovi conti dal *Transfer Agent*, la distribuzione dei dividendi, la notifica degli eventi societari, la possibilità di accedere ad un database con informazioni operative su circa 40,000 fondi, rapporti in tempo reale che forniscono uno *status* sugli ordini ed un estratto conto sulle quote detenute in portafoglio che facilita la riconciliazione. A questo si aggiunge un servizio clientela dedicato per cliente.

Piattaforma utilizzata nell'ambito delle operazioni relative ai fondi e remunerazione della stessa

FundSettle. In particolare gli utenti di tale piattaforma possono scegliere uno specifico canale di comunicazione per l'invio degli ordini e la ricezione degli eseguiti e degli altri rapporti (es. SWIFT, Bloomberg, FTP, *file upload, browser*). Non è escluso l'utilizzo di diversi canali al fine di avere un valido sistema di *back up* e di poter operare anche in sistema di *contingency*.

Il costo di adesione alla piattaforma è in parte calcolato come percentuale sull'ammontare delle quote tenute in custodia presso FundSettle e in parte come percentuale sull'ammontare totale degli ordini di sottoscrizione e rimborso inoltrati dall'utente. Il calcolo dei costi è effettuato su base mensile e la fattura viene inviata all'inizio del mese seguente. Recentemente è stata lanciata una nuova tariffa che ha spostato parte dei costi dell'utilizzo della piattaforma dal distributore alla casa prodotto del fondo.

Clearstream

Informazioni anagrafiche

Denominazione

Clearstream International Luxembourg

Assetti proprietari

Il capitale sociale di *Clearstream International Luxembourg* è interamente detenuto da Deutsche Borse AG Frankfurt.

Nell'ambito del Gruppo facente capo alla suddetta società holding operano varie società, tra cui Clearstream Banking Luxembourg e Clearstream Banking Frankfurt.

Paesi in cui è operativo il sistema

Il sistema è operativo in Europa, America, Asia ed Africa.

Tra i Paesi europei fruitori del sistema si rammentano: Austria, Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Spagna, Svizzera e Regno Unito.

Informazioni operative

Servizio core

Clearstream offre servizi di gestione accentrata e liquidazione (in modalità DVP e su base multivalutaria) delle transazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari.

In particolare, *Clearstream International Luxembourg*, in qualità di International CSD, offre servizi di custodia e regolamento di strumenti finanziari internazionali e altri servizi a valore aggiunto.

In qualità di CSD nazionale offre servizi di custodia e regolamento in Germania e Lussemburgo.

Servizi aggiuntivi

L'insieme dei servizi a valore aggiunto offerti dal sistema - c.d. **asset servicing** in quanto relativi al ciclo di vita degli *assets* – consentono la gestione degli eventi societari (*corporate actions*), l'anticipazione di contante e la possibilità di utilizzo della liquidità riveniente dai regolamenti *intraday*.

Con specifico riferimento ai fondi comuni aperti, Clearstream Banking Luxembourg mette a disposizione la piattaforma Vestima (si veda sotto). Clearstream detiene, nell'ambito del sistema di gestione accentrata, un conto iscritto nel registro di ciascun fondo; il conto ha natura di **conto omnibus** e registra le posizioni in fondi detenute in nome proprio ma per conto dei propri aderenti. La piattaforma Vestima rende disponibile per la casa prodotto, secondo una periodicità previamente concordata, *report* relativi al nominativo dei singoli intermediari-distributori.

Piattaforma utilizzata

Con particolare riguardo alle operazioni di sottoscrizione e rimborso di **fondi comuni aperti**, Clearstream Banking Luxembourg, attraverso la piattaforma Vestima, è in grado di interfacciarsi con modelli distributivi che si configurano sia in base al tipo *transfer agent* sia in base al tipo *CSD*. Trattasi di una piattaforma con funzionalità di *order routing*. In particolare, una volta che gli ordini sono stati immessi nel sistema e sono stati confermati, Vestima è in grado di generare automaticamente le istruzioni di pagamento.

In tale contesto, la **dematerializzazione** delle quote di fondi avviene su base **facoltativa**.

Tipologia di fondi immessi nel sistema

Exchange-traded funds e qualsiasi tipologia di fondi comuni di investimento di tipo aperto.

NSCC

| <i>Informazioni anagrafiche</i> | |
|--|---|
| Denominazione | <i>National Securities Clearing Corporation</i> |
| Assetti proprietari | <p>La <i>National Securities Clearing Corporation</i> è interamente detenuta dalla DTCC (<i>The Depository Trust & Clearing Corporation</i>). Quest'ultima, a sua volta, ha una struttura consortile, essendo posseduta dai fruitori del sistema (principalmente società che offrono servizi finanziari su scala globale, quali banche, investitori istituzionali, imprese di assicurazione, società di <i>asset management</i>, ...).</p> <p>In particolare la <i>National Securities Clearing Corporation</i> è la succursale della DTCC precipuamente dedicata al settore dei fondi comuni di investimento ed <i>Exchange traded funds</i>.</p> |
| Paesi in cui è operativo il sistema | Il sistema è operativo in America in una situazione di monopolio di fatto. Esso contempla la possibilità di regolare le obbligazioni reciproche nei confronti di qualsiasi altra piattaforma (estera) di gestione accentrata di quote di fondi. |
| <i>Informazioni operative</i> | |
| Servizio core | <p>Il gruppo DTCC offre servizi di gestione accentrata, compensazione, garanzia e liquidazione delle transazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari.</p> <p>Con particolare riguardo alle operazioni su fondi comuni, il servizio integrato offerto da NSCC consente di svolgere in maniera standardizzata ed automatizzata qualsiasi processo operativo inerente. In particolare, i servizi principali sono quello di compensazione e regolamento delle operazioni (diversi cicli di liquidazione), svolto dal modulo Fund/SERV, e quello di registrazione delle posizioni nei conti dei clienti, nonché di comunicazione al soggetto incaricato delle funzioni di <i>registrar</i>, svolto dal modulo ACATS.</p> <p>Il regolamento della parte contante si svolge per il tramite della banca centrale, a valere sui conti delle banche e di NSCC stessa.</p> |
| Servizi aggiuntivi | L'insieme dei servizi a valore aggiunto offerti dal sistema consentono la ricezione degli ordini direttamente dalla piattaforma Fund/SERV e l'eventuale gestione delle correzioni e cancellazioni, la circolazione di comunicazioni fra i vari soggetti coinvolti, il regolamento delle commissioni, la diffusione di informazioni aggiornate ai fini |

| | |
|---|---|
| | <p>della valorizzazione delle quote dei fondi (i.e. NAV).</p> <p>Tali servizi, nel loro insieme indicati come Mutual Fund Profile Service, si basano sulla gestione di tre <i>database</i> (Security Issue, Participant and Distribution) che concernono i fondi e i partecipanti al processo distributivo e che sono aggiornati nel continuo.</p> <p>In particolare, con la collaborazione dei distributori, NSCC gestisce la circolazione delle informazioni concernenti l'identità degli investitori finali. Nel caso i distributori assumano la responsabilità di amministrare le informazioni inerenti, l'utilizzo della piattaforma di NSCC permette il costante allineamento fra le risultanze dei <i>broker/dealer</i> e quelle dei <i>transfer agent</i>, i quali, pertanto, possono avere evidenza degli investitori finali.</p> <p>Il regolamento delle commissioni è gestito in modo flessibile (regolamento giornaliero, settimanale, mensile), ma su base automatizzata e standardizzata.</p> |
| <p>Piattaforma utilizzata e remunerazione della stessa</p> | <p>Fund/SERV. Trattasi di una piattaforma con funzionalità di <i>networking</i>. Essa gestisce dalla fase di ricezione degli ordini a quella di inoltro della reportistica. Tuttavia, data l'estrema modularità dell'offerta, il livello di servizio di cui avvalersi è scelto dai partecipanti alla piattaforma medesima.</p> <p>Il collegamento a Fund/SERV da parte dei partecipanti al sistema è realizzabile, oltre che mediante l'adozione di apposite piattaforme (quali Fund/SPEEDSM, NSCC's XML interface), anche tramite <i>internet</i> (DTCC WebDirect).</p> <p>L'assetto proprietario caratterizzante la DTCC (ossia il fatto che si tratta di una struttura consortile), consente che la remunerazione dei servizi prestati, anche tramite le sue succursali, sia effettuata sulla base del principio del costo-base, cioè guardando ai costi sostenuti per l'effettiva prestazione dei servizi, senza l'applicazione di importi a titolo di <i>mark up</i>.</p> |
| <p>Tipologia di fondi immessi nel sistema</p> | <p><i>Exchange traded funds</i> e qualsiasi tipologia di fondi comuni di investimento trattati negli Stati Uniti.</p> |

CAPITOLO 4 – L’analisi costi-benefici

4.1. Premessa

Scenari alternativi

Il presente capitolo è dedicato all’analisi dei costi e dei benefici degli attuali processi di amministrazione delle disposizioni della clientela e degli effetti sugli stessi nell’ipotesi di un passaggio verso scenari alternativi caratterizzati da:

- la standardizzazione, a livello di sistema, delle modalità di interconnessione tra i soggetti coinvolti nei processi;
- la gestione accentrata delle quote dei fondi aperti in regime di dematerializzazione, caratterizzata dalla presenza di una società di gestione accentrata (c.d. depositario centrale) che si interpone tra soggetti distributori ed SGR nella gestione amministrativa delle quote e nella ricezione e trasmissione degli ordini di sottoscrizione e rimborso delle stesse. Tale schema implica, oltre la standardizzazione dei flussi informativi, anche la presenza di un’infrastruttura di sistema in grado di assicurare una piena integrazione dei sistemi informativi.

Interviste con operatori di mercato

Per lo svolgimento dell’analisi ci si è avvalsi anche delle informazioni acquisite nel corso di una serie di interviste condotte con un campione rappresentativo delle diverse tipologie di intermediari (distributori, SGR, banche depositarie, soggetti incaricati dei pagamenti per gli OICR esteri armonizzati, ...) (cfr. *Allegato 3 – Elenco dei soggetti intervistati per l’analisi costi-benefici*); le interviste, condotte secondo uno schema predefinito, hanno consentito di assumere informazioni qualitative e svolgere approfondimenti su aspetti specifici quali:

- le fasi manuali di lavorazione nei processi di amministrazione delle domande di sottoscrizione e rimborso (percentuale di manualità permanente sulle operazioni svolte, numero di risorse dedicate alle funzioni manuali rispetto al totale delle risorse impegnate nella funzione di *back office* clienti, ecc...);
- i processi e i costi inerenti alla tenuta delle quote, con particolare riferimento all’emissione e alla custodia dei certificati nominativi e al portatore;
- il fenomeno della c.d. “portabilità delle quote” ovvero il trasferimento delle quote da un distributore ad un altro su richiesta della clientela⁽⁴⁴⁾. L’ostacolo al trasferimento delle quote può

⁽⁴⁴⁾ Come anticipato nel Capitolo 2, per sottoscrivere le quote dei fondi non è necessario aprire presso il collocatore un dossier titoli; le quote del cliente restano in “custodia” presso la banca depositaria che immette le quote del cliente in un certificato cumulativo ovvero provvede all’emissione “fisica” dei certificati, di norma con addebito dei relativi costi, qualora il cliente

rappresentare un costo per i sottoscrittori laddove chiedano, per passare ad un diverso distributore (ad esempio per “seguire” il promotore che passa ad altra rete non convenzionata con la SGR e con il quale il cliente abbia instaurato un rapporto di fiducia), il rimborso dei fondi con il sostenimento di commissioni di uscita (se previste) ovvero in situazioni non favorevoli dei mercati (cioè quando il fondo sia in perdita ed abbia accumulato anche un significativo risparmio di imposta).

Di seguito, premessa un’illustrazione sullo schema di analisi adottato, si espongono i risultati ottenuti.

4.2. Schema di riferimento per l’analisi

I soggetti che risultano coinvolti dai processi che sono stati esaminati e che sono interessati da una eventuale loro evoluzione sono:

- intermediari vigilati (SGR, banche depositarie, soggetti incaricati dei pagamenti per gli OICR esteri, reti di vendita);
- fornitori di servizi amministrativi e contabili a supporto delle attività di gestione;
- clientela;
- Autorità di Vigilanza;
- sistema economico nel suo complesso.

Per lo svolgimento dell’analisi si è provveduto a una classificazione dei costi riferibili ai processi di esecuzione delle richieste della clientela e di amministrazione delle quote dei fondi, sotto diverse dimensioni: effetti quantitativi (es. costi direttamente riferibili ai processi) e qualitativi; effetti di breve e di lungo periodo; effetti individuali (sul singolo intermediario) e di sistema.

Portatori di interesse

Fattori di valutazione considerati

richieda l’emissione del certificato. La posizione in quote trova comunque “evidenza” nei sistemi informativi del collocatore, che svolge un’attività di assistenza *post-vendita*, fornendo periodicamente anche informazioni sulla composizione e sul valore del portafoglio finanziario complessivo.

Il tema della portabilità nasce quando il cliente cambia distributore ed intende trasferire la posizione presso il nuovo intermediario. Le quote restano sempre in deposito presso la banca depositaria del fondo e al cliente rimane la possibilità di rivolgersi direttamente alla SGR; tuttavia, è evidente l’esigenza del cliente di trasferire la posizione presso il nuovo intermediario, in modo da poter avere una visione complessiva di tutto il portafoglio finanziario e di poter continuare ad avvalersi dei servizi offerti dal medesimo (esecuzione di nuove sottoscrizioni o di rimborsi).

Dal punto di vista del rapporto tra collocatore e SGR il trasferimento presuppone l’esistenza di una convenzione di collocamento tra la SGR e il nuovo distributore e di interconnessioni per poter aggiornare la posizione del cliente.

Più in dettaglio, è stata individuata la seguente suddivisione:

- a) **costi ricorrenti** dei processi di amministrazione delle domande di sottoscrizione e rimborso delle quote dei fondi. In questa categoria si includono i costi del personale – delle reti, delle SGR, degli *outsourcer* amministrativi, delle banche depositarie - impegnato nelle attività di riscontro, di caricamento dati nei sistemi informativi, di archiviazione, di emissione delle quote (anche nominative e al portatore) nonché le spese di manutenzione “ordinaria” dei sistemi informativi e delle procedure. Nell’ipotesi di introduzione di un depositario accentrato delle quote, ad esempio, occorre considerare i costi connessi con l’accesso e l’operatività di tali sistemi (canoni, costi per operazione, ecc.);
- b) **costi “una tantum”** relativi ad investimenti di impianto e revisione dei sistemi informativi e di interconnessione, delle procedure nonché di modifica dei manuali delle disposizioni interne e della contrattualistica; in tale ambito sono stati considerati anche i costi opportunità derivanti dagli investimenti in sistemi informativi, di interconnessione e procedurali, che poi sono stati persi in conseguenza del cambiamento di strategie e di operazioni di razionalizzazione (es. fusioni di SGR, esternalizzazione ovvero reinternalizzazione delle funzioni amministrative e contabili, cambiamento di *outsourcer*, ecc...);
- c) **effetti qualitativi**. In tale ambito è stata posta particolare attenzione ai seguenti profili:
 - la **“portabilità” delle quote**, cioè i tempi e gli oneri connessi con lo spostamento delle posizioni nei fondi da un distributore ad un altro;
 - il **permanere di manualità nello svolgimento dei processi**, avendo particolare riguardo ai rischi operativi e legali connessi con sistemi non pienamente integrati;
 - il **grado di apertura del sistema**, con particolare riferimento ai costi-benefici per il sistema finanziario derivanti da un modello distributivo imperniato su “silos”, ossia su strutture integrate fra gestore e distributore normalmente appartenenti al medesimo gruppo che, pur consentendo di sviluppare efficienze “interne” allo stesso tempo, hanno dato adito ad un irrigidimento della concorrenza sul piano tanto della distribuzione, quanto della gestione;
 - il **grado di personalizzazione** dei servizi offerti, in considerazione del fatto che si è sviluppata l’offerta di servizi personalizzati (ad esempio, Piani di Accumulo di Capitale o *switch* programmati) ai quali è stata attribuita importanza in termini di capacità di instaurazione e mantenimento dei rapporti con gli investitori.

Scala valutativa

Per stimare l'impatto degli effetti di un passaggio verso gli scenari alternativi sopra illustrati, è stata predisposta (e sottoposta agli intervistati) una scala valutativa espressa in termini incrementali rispetto agli schemi vigenti (opzione nulla).

| SCALA DI VALUTAZIONE COMPARATIVA RISPETTO ALL'OPZIONE ZERO | | | | | | |
|--|--|---------------------------------------|---|------------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------------|
| + 3 | + 2 | + 1 | 0 | - 1 | - 2 | - 3 |
| Benefici elevati rispetto all'opzione 0 | Benefici moderati rispetto all'opzione 0 | Benefici bassi rispetto all'opzione 0 | Nessun cambiamento sostanziale rispetto all'opzione 0 | Costi bassi rispetto all'opzione 0 | Costi moderati rispetto all'opzione 0 | Costi elevati rispetto all'opzione 0 |

La scala ha natura puramente ordinale e non consente di effettuare confronti di tipo cardinale tra i differenti scenari. Nell'analisi i costi e benefici possono essere considerati come grandezze speculari: una riduzione di un costo rappresenta un beneficio, e viceversa; è inoltre importante considerare l'orizzonte temporale degli effetti dell'eventuale modifica dei processi, distinguendo tra breve e lungo termine.

4.3 La valutazione dei costi e dei benefici

4.3.1 Costi del sistema attuale

Nell'industria si riscontrano soluzioni organizzative e profili di costo eterogenei. Il dimensionamento delle strutture connesse con le attività di amministrazione dei clienti e delle quote, in termini di risorse umane e tecniche e, conseguentemente, i costi ad esse associate dipendono infatti da una serie di variabili, quali:

- la periodicità del calcolo delle quote e delle operazioni di sottoscrizione e rimborso;
- l'assetto distributivo (*captive* o aperto a reti non appartenenti al medesimo gruppo della SGR; numerosità e tipologia dei distributori; predisposizione di sito *internet* con funzione dispositiva ovvero solo informativa, ecc.);
- il grado di automazione delle procedure e dei sistemi informativi;
- il ricorso all'*outsourcing*. Alcune SGR di medie dimensioni - caratterizzate da proprietà bancaria consortile o diffusa, numero elevato di distributori, proprio marchio indipendente da quello dei partecipanti al capitale e dei collocatori - svolgono prevalentemente *in house* i processi amministrativi e di calcolo del

Variabili che incidono sul costo del back office

NAV. Peraltro, nell'industria risulta sempre più frequente l'esternalizzazione di queste attività a soggetti specializzati (collocatori, società di servizi, banche depositarie) che offrono questi servizi a più intermediari; la scelta di esternalizzare è di frequente operata da intermediari di ridotte dimensioni (che preferiscono rivolgersi per tutte le attività amministrative, compreso il calcolo delle quote dei fondi, a società di servizi specializzate) ovvero dalle maggiori SGR appartenenti a gruppi bancari (che, al tempo stesso, rappresentano il principale canale distributivo, svolgono i servizi di banca depositaria nonché di *back office* e calcolo delle quote dei fondi). L'esternalizzazione delle attività amministrative, fermo restando il mantenimento di una supervisione sulle stesse, consente alle SGR di rendere meno rigida la struttura dei costi⁽⁴⁵⁾.

Tale eterogeneità comporta – come emerso dalle interviste svolte con i singoli intermediari e confermato dai dati di vigilanza - che l'adozione degli scenari alternativi possa avere, a livello individuale, conseguenze diverse.

L'eterogeneità appena menzionata non permette di fare valutazioni di tipo quantitativo, perché i dati non sono confrontabili tra loro. Le informazioni raccolte hanno, invece, consentito di dare una lettura essenzialmente qualitativa, aiutando la comprensione degli impatti sui costi nell'ambito degli scenari alternativi e di focalizzare l'analisi su aspetti specifici come la gestione dei certificati fisici e la portabilità delle quote.

***I costi ricorrenti
e una tantum***

Con riferimento ai **costi ricorrenti** ed **una tantum**, le informazioni raccolte dagli operatori confermano la presenza di rilevanti economie di scala; ciò spiega la tendenza all'accentramento di questi compiti in soggetti specializzati e il ricorso diffuso *all'outsourcing* da parte delle SGR. Le spese riferibili all'"amministrazione clienti" si aggirerebbero intorno ad un terzo di quelle complessive delle attività di *back office*. Nell'ambito delle spese di natura "ricorrente" sono prevalenti quelle riferibili al personale rispetto a quelle di manutenzione dei sistemi IT e delle procedure, le quali ultime non sembrano avere un peso significativo (anche quando hanno carattere straordinario), nel caso di SGR che hanno esternalizzato la funzione di *back office* clienti ad una società appositamente incaricata (spesso appartenente allo stesso gruppo di riferimento).

Nel considerare il profilo dei costi e, avendo particolare riguardo ai costi *una tantum*, occorre inoltre tener presente gli oneri impliciti derivanti dalla presenza di una pluralità di *standard* a livello di sistema nei processi

⁽⁴⁵⁾ L'*outsourcing* assume peraltro connotati diversi: nel caso di SGR non facenti parte di gruppi si tratta di un effettivo affidamento a terzi di servizi/processi aziendali; nel caso di intermediari appartenenti a gruppi l'esternalizzazione è volta a razionalizzare le funzioni aziendali svolte dalle singole componenti del gruppo.

di interconnessione; a volte anche all'interno del medesimo gruppo occorre gestire e rendere omogenei *standard* differenti per effetto di operazioni di aggregazione che hanno interessato intermediari diversi, ciascuno con proprie reti e sistemi di connessione da integrare.

Ogni qualvolta un collocatore stipuli una nuova convenzione per la distribuzione delle quote dei fondi di una SGR può dover sostenere dei costi per poter dialogare con la casa-prodotto (o con il suo *outsourcer* amministrativo) sia per inviare i flussi relativi alle sottoscrizioni/rimborsi sia per ricevere quelli di ritorno, necessari per aggiornare la posizione del cliente. Non tutti gli investimenti sostenuti per connettersi con una SGR sono riutilizzabili nel caso in cui il collocatore voglia cambiare e/o allacciarsi ad un diverso gestore.

Le operazioni manuali

L'eterogeneità delle procedure di collegamento tra collocatori, SGR e *outsourcer* amministrativo determina una maggiore variabilità nei tempi di esecuzione delle richieste di sottoscrizione/rimborso della clientela, che diventano inevitabilmente più lunghi quando non esiste una interconnessione informatica e il collocatore invia alla SGR tramite altre modalità (ad esempio, tramite *telex*) le richieste della clientela.

Si osserva, in proposito, che i processi di amministrazione delle sottoscrizioni e dei rimborsi e di gestione delle quote e le interconnessioni tra i sistemi e i diversi soggetti coinvolti hanno un notevole grado di automazione. Tuttavia, sussistono **manualità** che sono riconducibili perlopiù allo svolgimento delle seguenti fasi:

- la gestione dei certificati fisici richiesti dalla clientela. Nella maggior parte dei casi i certificati fisici sono emessi per la costituzione di garanzie sui prestiti personali. Il costo relativo alla gestione dei certificati fisici è solitamente incluso nelle *fees* pagate per i servizi di banca depositaria e, pertanto, ribaltato sul patrimonio dei fondi. A tale costo, di modesta entità, va poi ad aggiungersi un importo fisso (variabile a seconda delle società) posto direttamente a carico degli investitori che richiedano l'emissione di certificati fisici attestanti la partecipazione al fondo;
- il caricamento dei dati relativi a sottoscrizioni e rimborsi direttamente da parte delle SGR o del relativo *outsourcer* amministrativo (in luogo della rete che di norma esegue il caricamento dei dati nelle procedure); ciò principalmente in relazione alla gestione dei rapporti con la clientela istituzionale, alla presenza di collocatori non connessi (in relazione a volumi di operazioni non significativi che non giustificano il sostenimento dei costi di interconnessione). In ogni caso, le SGR conservano sempre un presidio per gestire direttamente le richieste di rimborso che provengono dalla clientela e anche quelle di sottoscrizione nel caso di commercializzazione diretta;

- il blocco dei flussi caricati dai collocatori, che a volte possono essere incompleti o contenere errori;
- l'attività di riconciliazione e riscontro della documentazione.

Sebbene le operazioni manuali costituiscano una percentuale esigua della totalità delle operazioni svolte nell'ambito della funzione di *back office* clienti, le risorse dedicate allo svolgimento delle stesse rappresentano circa la metà del totale delle risorse attribuite a tale funzione.

La portabilità delle quote

Un approfondimento specifico è stato dedicato all'aspetto della **portabilità delle quote**. I soggetti intervistati hanno riportato che il numero di richieste di trasferimento delle quote tra collocatori non è rilevante rispetto al numero complessivo dei rapporti con clienti. Di norma, all'origine delle richieste vi è il trasferimento dei promotori finanziari e dei relativi clienti da una rete all'altra. Tuttavia, dopo che gli investitori manifestano agli intermediari la volontà di trasferire l'investimento in fondi, può accadere che non si dia seguito alla portabilità delle quote.

Per i fondi italiani i tempi tecnici per registrare il passaggio della posizione in fondi presso la SGR non sono rilevanti (da 1 o 2 giorni a una settimana circa); in proposito, alcuni soggetti intervistati hanno riferito che il riconoscimento e la speditezza del trasferimento dipendono anche dal contributo fornito dai promotori finanziari.

Con riferimento ai trasferimenti relativi ai fondi esteri, distribuiti da collocatori che si avvalgono di differenti soggetti incaricati dei pagamenti, i tempi di trasferimento delle quote possono prolungarsi qualora l'intermediario "entrante" non si avvale di uno degli incaricati dei pagamenti ai quali si appoggia il collocatore "uscente"; l'utilizzo di differenti soggetti incaricati dei pagamenti sembra dilatare notevolmente i tempi (talora fino a due mesi), anche per problematiche di ordine fiscale (necessità per chi "riceve" il cliente di calcolare la relativa posizione fiscale).

Il trasferimento delle quote non viene effettuato quando riferito ad un intermediario che non ha una convenzione di collocamento; in questo caso, il cliente può solo rivolgersi direttamente alla SGR per avere informazioni sulla situazione dell'investimento e chiedere in qualsiasi momento operazioni di rimborso, *switch* o nuove sottoscrizioni, salvo che la SGR e l'intermediario "entrante" non stipulino una convenzione di collocamento.

Il grado di apertura del sistema

Con riguardo al **grado di apertura del sistema**, poiché ogni collocatore che voglia distribuire i prodotti di una SGR sostiene dei costi per potersi "allacciare" alla stessa, si è riscontrato che la presenza di una pluralità di *standard* nell'industria è suscettibile di creare vischiosità nei rapporti tra collocatori e SGR, nonché tra queste ultime e gli *outsourcer* amministrativi (dove, al contrario, è l'*outsourcer* che stabilisce lo *standard* della

connessione alla SGR), limitando il pieno dispiegarsi dei benefici della concorrenza.

Il grado di personalizzazione dei servizi

Avendo riguardo all'aspetto relativo al **grado di personalizzazione dei servizi**, si è notato che, negli ultimi anni, sono stati sviluppati prodotti con particolari formule di rendimento e architetture commissionali, nonché modalità di sottoscrizione e rimborso con l'adozione di meccanismi peculiari di accumulo e di consolidamento dei rendimenti (ad esempio, PAC che replicano strategie *life-cycle*). L'implementazione nelle procedure, nei meccanismi d'interconnessione e nelle informazioni trasmesse tra i partecipanti al processo distributivo di un così elevato grado di personalizzazione dei servizi è stato agevolato dall'attuale livello di flessibilità delle procedure.

4.3.2. La standardizzazione di sistema

In base alle considerazioni esposte nel paragrafo precedente, è stata considerata l'ipotesi dell'adozione di linguaggi, procedure e sistemi di interconnessione con caratteristiche *standard* (si rinvia all'illustrazione di cui al Cap. 3, par. 3.4), pur in presenza del permanere di sistemi informatici differenti.

In un'ottica di valutazione comparativa rispetto alla situazione attuale, si sono verificati gli effetti positivi e negativi di una prospettiva evolutiva di standardizzazione di sistema, facendo riferimento ai fattori di valutazione menzionati nel paragrafo 4.2 e già considerati per l'analisi dei costi del sistema attuale.

Si procede di seguito alla relativa illustrazione.

I costi ricorrenti e una tantum

Dal punto di vista dei **costi ricorrenti** e **una tantum** ci si attende una riduzione della tempistica delle lavorazioni e una maggiore completezza ed uniformità dei dati, pur rimanendo ferma la necessità di un adeguamento infrastrutturale tra sistemi differenti ogniqualvolta si intenda instaurare un nuovo collegamento al fine dell'ampliamento della rete distributiva o della gamma di prodotti offerti. In tale ambito, si porta l'esempio dei diversi "centri servizi" operanti nel settore bancario e finanziario che, pur non proponendo *standard* di sistema, rappresentano dei punti di aggregazione e standardizzazione dei flussi a beneficio dei loro utenti.

Gli investimenti in IT risultano di difficile stima, attesa l'eterogeneità delle attuali situazioni "di partenza" di ciascun intermediario che verrebbe interessato dal cambiamento. In particolare, per gli intermediari che hanno già una situazione standardizzata potrebbe presentarsi il rischio che il cambiamento degli *standard* renda inutili gli investimenti effettuati negli ultimi anni per accrescere l'efficienza delle procedure di sottoscrizione e rimborso delle quote dei fondi.

Occorre, tuttavia, effettuare una distinzione tra conseguenze di breve periodo e di lungo termine. Infatti, dalle interviste è emerso che, nell'immediato, la modifica dei processi comporterebbe il sostenimento di costi di impianto e oneri connessi al mancato ritorno degli investimenti già effettuati, ma nel lungo termine tali costi potrebbero essere recuperati alla luce degli effetti positivi derivanti a livello di sistema in termini di riduzione dei rischi operativi, portabilità delle quote e maggiore apertura di sistema nonché di abbattimento dei costi di sostituzione e manutenzione dei sistemi informativi e amministrativi.

Le operazioni manuali e i rischi operativi

In generale, ci si attende che la standardizzazione del linguaggio e/o delle procedure, non comportando l'unicità dei sistemi informatici adottati da tutti gli operatori di sistema e non riguardando attività che, per loro natura, non possono che essere manuali, abbia un impatto limitato sulla manualità delle operazioni ancora presente nello svolgimento dei processi e sul connesso grado di rischio errore.

In ogni caso, la condivisione dei tempi di trasmissione dei flussi concernenti gli ordini di sottoscrizione e rimborso, dei tempi di esecuzione e regolamento degli stessi, nonché delle modalità di esecuzione dei trasferimenti tra sottoscrittori, intermediari collocatori e banche depositarie attribuisce al sistema celerità e certezza nello svolgimento dei processi. Ne risulta evidente l'impatto in termini di **riduzione del rischio operativo**.

La portabilità delle quote

La **portabilità delle quote** da parte di un intermediario ad un altro potrebbe risultare agevolata dal punto di vista della tempistica di esecuzione degli ordini di trasferimento della posizione in titoli nella misura in cui la standardizzazione delle procedure fosse relativa anche ai tempi di esecuzione degli ordini stessi, consentendo di risolvere le vischiosità tecniche che oggi possono rallentare il trasferimento delle posizioni da un distributore ad un altro.

Approfondimenti

Sul tema della portabilità è stata segnalata l'iniziativa assunta dall'ABI con la definizione del servizio di trasferimento standardizzato degli strumenti finanziari, comprese le quote di OICR (c.d. servizio TDT). Tale servizio, attivabile a partire dal Giugno 2010, è volto a:

- a) consentire ad un cliente di rivolgersi ad una nuova banca affinché la stessa si faccia carico di trasferire in modo automatico, sul *dossier* aperto dal cliente presso la banca medesima, gli strumenti finanziari detenuti nel *dossier* in essere presso altra banca;
- b) permettere di gestire le richieste di cambiare la banca collocatrice relativamente agli OICR non dematerializzati, italiani o esteri, detenuti da un investitore.

*Il grado di
apertura del
sistema*

*Il grado di
personalizzazione
dei servizi*

Con riferimento al **grado di apertura** del sistema è stato osservato che la rimozione degli elementi di vischiosità nei rapporti tra reti e case-prodotto, riconducibili alla pluralità di linguaggi e procedure utilizzate, potrebbe favorire la realizzazione di sistemi più aperti.

Certamente la standardizzazione deve essere coniugata con la capacità degli intermediari di introdurre innovazioni nell'offerta dei fondi. Pertanto, in uno scenario di standardizzazione delle procedure dovrà essere comunque garantito un grado di flessibilità atto a consentire l'implementazione di una differente gamma di opzioni con riguardo all'offerta di prodotto.

Volendo sintetizzare quanto sopra illustrato, si rappresenta nella tavola di seguito riportata la valutazione dello scenario di standardizzazione di sistema alla luce di quanto emerso dalle interviste svolte e utilizzando la scala valutativa di cui al paragrafo 4.2.

| Fattori di valutazione | Valutazione |
|--|--------------------|
| Costi ricorrenti | -1 |
| Costi <i>una tantum</i> | -1 |
| Riduzione della manualità nello svolgimento dei processi e contenimento dei rischi operativi | +2 |
| Portabilità delle quote | +2 |
| Grado di apertura del sistema | +1 |
| Grado di personalizzazione dei servizi | 0 |

4.3.3. Il modello single-entry-point

L'ipotesi in esame, illustrata nel paragrafo 3.5 del Capitolo precedente, comporta oltre alla standardizzazione delle modalità di interconnessione al gestore accentrato, che verrebbe ad interporsi tra collocatori ed SGR, anche un unico sistema informatico, condiviso con il depositario centrale, nella misura in cui il medesimo verrebbe a costituire una sorta di infrastruttura di sistema.

Anche questo scenario è stato considerato facendo riferimento ai fattori di valutazione menzionati nel paragrafo 4.2 e già utilizzati per la valutazione dei precedenti scenari (situazione attuale e standardizzazione di sistema).

*I costi ricorrenti
e una tantum*

Per quanto concerne i **costi una tantum** si osserva che i medesimi sarebbero sostenuti una sola volta al momento dell'adesione al sistema.

Verrebbero, pertanto, meno i costi connessi all'instaurazione di nuove relazioni commerciali in quanto tutti i partecipanti al processo distributivo sarebbero utilizzatori del medesimo sistema informatico.

Al fine di un completo abbattimento dei costi *una tantum* si evidenzia anche l'importanza che i sistemi informatici adottati nell'ambito del *single entry point* abbiano un grado di flessibilità adeguato per sostenere una pronta implementazione delle modifiche concernenti le caratteristiche del prodotto e rilevanti al fine dei processi di sottoscrizione e rimborso (ad esempio, introduzione di una nuova classe di quote, operazioni di fusione tra fondi, ...).

Dal punto di vista dei **costi ricorrenti** occorre considerare i costi connessi con i servizi offerti dal depositario centrale e il grado di sostituibilità di tale remunerazione con i costi attualmente sostenuti.

In quest'ottica, si deve evidenziare l'opportunità che la presenza di un *single entry point* non si traduca semplicemente in una proliferazione dei soggetti partecipanti al processo distributivo e che, pertanto, alla sua presenza siano associati anche servizi di gestione degli ordini e regolamento delle quote e di fornitura di servizi informativi alle case-prodotto e ai distributori (a titolo esemplificativo, le informazioni aggiornate sull'identità degli investitori, nonché sugli importi sottoscritti tramite ciascun soggetto distributore).

In tal senso, il *single entry point*, risultando in grado di storicizzare le menzionate informazioni e ponendosi come un 'fluidificatore' nello scambio e nella diffusione delle stesse, consente una riduzione dei costi operativi ed amministrativi per gli utenti al sistema.

Certamente il fatto che nell'attività del *single entry point* vengano a confluire una pluralità di funzioni attualmente poste in essere da strutture societarie appositamente dedicate allo svolgimento delle stesse (banche depositarie, società/intermediari che prestano servizi di *fund administration*) determinerebbe la necessità di una riconversione di tali attività e delle risorse (umane e infrastrutturali) ad esse dedicate.

Il *single-entry-point* si aggiungerebbe alla catena del processo distributivo dei fondi attualmente conformata dalla presenza di intermediari che operano secondo un modello di integrazione verticale o di tipo *few-to-many*; pertanto, l'affermazione di un sistema di gestione accentrata va analizzata in una prospettiva diversa a seconda delle situazioni di partenza.

Nell'ambito dei costi ricorrenti si evidenzia che i sottoscrittori, che non abbiano già un deposito titoli aperto presso l'intermediario distributore, potrebbero dover sostenere costi connessi con l'amministrazione e la custodia presso l'intermediario delle quote dei fondi immesse nel sistema di gestione accentrata (ad es., imposta di bollo ed eventuale canone per il deposito titoli).

Le operazioni manuali e i rischi operativi

Con riferimento all'impatto in termini di **rischi operativi**, si osserva innanzitutto che, in considerazione del fatto che l'implementazione di un sistema di gestione accentrata avviene nell'ambito di una standardizzazione delle procedure (tempi di esecuzione e regolamento degli ordini, modalità di esecuzione dei trasferimenti, ecc...) valgono le stesse considerazioni evidenziate nell'ambito del paragrafo precedente.

Tuttavia, in uno scenario di interposizione tra SGR e collocatori di un *single entry point*, la contrazione dei rischi operativi risulta, per così dire, massimizzata in virtù della significativa semplificazione e riduzione dei flussi tra SGR e distributori e del consistente contenimento delle aree di **manualità** e del numero di risorse da dedicare a questo tipo di attività (con conseguente riduzione della componente maggiore dei costi di natura ricorrente associati ai processi in esame).

In un rinnovato contesto, caratterizzato dalla notevole riduzione dei rischi operativi, potranno essere privilegiati lo sviluppo e l'innovazione dell'attività *core* di gestione, anziché le attività relative alle funzioni di *back office*.

La portabilità delle quote

Per quanto concerne il processo di **portabilità delle quote** valgono le considerazioni svolte in riferimento allo scenario relativo alla standardizzazione del sistema, atteso che i benefici in relazione a tale processo derivano innanzitutto dalla condivisione dei tempi di esecuzione degli ordini. L'accentramento delle quote dei fondi presso un'unica infrastruttura renderebbe i tempi di trasferimento più celeri (paragonabili a quelli degli altri strumenti finanziari già accentrati: es. azioni quotate, quote di ETF, ecc...).

Il grado di apertura del sistema

In particolare, la connessione dei vari sistemi informativi a un'unica infrastruttura, potrebbe dare impulso alla realizzazione di un sistema **più competitivo** in cui:

- ogni SGR avrebbe un unico punto di connessione cui appoggiarsi per aumentare le possibilità di distribuzione dei propri prodotti;
- ogni distributore, a sua volta, potrebbe ampliare considerevolmente la gamma dei prodotti offerti, con una spinta verso la realizzazione di architetture distributive di tipo aperto e proposizione del servizio di consulenza;
- ogni SGR e ogni distributore, aderendo alla medesima infrastruttura centrale, potrebbero accordarsi senza dover approntare un apposito collegamento.

Da questo punto di vista, la portata innovativa di un sistema *single entry point*, che potrà giovare anche del rinnovato contesto normativo introdotto dalla MiFID, risiede nel chiamare gli intermediari a muovere verso le attività più *core* della gestione, per quanto riguarda le case-prodotto e della distribuzione con consulenza evoluta, per quanto riguarda gli intermediari distributori.

Il grado di personalizzazione dei servizi

Un'infrastruttura di sistema potrebbe inoltre consentire agli investitori un accesso diretto a funzionalità dispositive e operative in relazione all'investimento in fondi, condizione dalla quale potrebbe ricevere impulso l'investimento in prodotti del risparmio gestito.

Da ultimo, con riferimento al grado di personalizzazione dei servizi offerti, dalle interviste è emersa l'importanza che il sistema informatico adottato nell'ambito dell'infrastruttura di sistema abbia un grado di flessibilità adeguato ad evitare limitazioni al processo di innovazione dei prodotti e a consentire una pronta implementazione delle modifiche concernenti le caratteristiche del prodotto e rilevanti per i processi di sottoscrizione delle quote dei fondi (ad esempio, quelle concernenti il *pricing* del fondo).

Volendo sintetizzare quanto sopra illustrato, si rappresenta nella tavola di seguito riportata la valutazione dello scenario rappresentato dalla presenza di un *single entry point* in base a quanto emerso dalle interviste svolte ed utilizzando la scala valutativa di cui al paragrafo 4.2.

| Fattori di valutazione | Valutazione |
|--|--------------------|
| Costi ricorrenti | -1 |
| Costi <i>una tantum</i> | -3 |
| Riduzione della manualità nello svolgimento dei processi e contenimento dei rischi operativi | +2 |
| Portabilità delle quote | +2 |
| Grado di apertura del sistema | +3 |
| Grado di personalizzazione dei servizi | 0 |

CAPITOLO 5 – Conclusioni e linee operative

Il contesto di mercato

5.1. Le risultanze emerse dall'analisi

Il Gruppo di lavoro istituito dalla CONSOB, in collaborazione con la Banca d'Italia, si è mosso nell'intento di tracciare linee operative che possano contribuire a superare le difficoltà che coinvolgono il risparmio gestito italiano, caratterizzato – già da diversi anni – da *trend* di raccolta negativi, ulteriormente acuiti dai recenti accadimenti verificatisi nei mercati finanziari.

Il trasferimento di disponibilità dai fondi, principalmente del comparto obbligazionario, verso prodotti “succedanei” (quali obbligazioni e polizze assicurative) che consentono di reperire liquidità direttamente dai risparmiatori e a costi relativamente contenuti ha consentito, negli ultimi tempi, un consolidamento nel breve del risultato economico delle reti di vendita.

Tale situazione critica ha posto in evidenza la necessità e l'urgenza di valutare l'esistenza di elementi di debolezza strutturali dell'industria del risparmio gestito e di delineare possibili soluzioni con riguardo ai diversi profili coinvolti (assetti di *governance* delle SGR, fiscalità, modelli distributivi, armonizzazione delle regole di trasparenza fra prodotti ‘concorrenti’).

In tale direzione ha operato il Gruppo di lavoro istituito dalla Banca d'Italia sulla crisi del risparmio gestito che, nel Rapporto finale di Luglio 2008, ha individuato alcune linee di intervento definendo una tempistica di massima⁽⁴⁶⁾.

Tra i ricordati profili che hanno interessato il risparmio gestito è stato fatto riferimento già nel Quaderno di Finanza n. 61/2008 della CONSOB alla ridotta indipendenza strategica delle SGR dai relativi gruppi di appartenenza. In tale ambito, è stato rappresentato che:

- negli anni si è affermato in Italia un modello distributivo di integrazione verticale tra “casa-prodotto”, da un lato, e distributori di gruppo (prevalentemente reti bancarie di tipo *captive*) dall'altro;
- il *pricing* dei fondi comuni aperti di diritto italiano è stato notevolmente condizionato dalla dipendenza dalle reti di gruppo; la remunerazione dovuta ai soggetti distributori ha finito per

⁽⁴⁶⁾ Tra le linee di intervento individuate alcune sono dirette a valorizzare l'autonomia delle SGR rispetto al gruppo di appartenenza; in tale ottica, la Banca d'Italia ha recentemente posto in consultazione uno schema di disciplina dei gruppi bancari - che integra le vigenti disposizioni in materia di sistema dei controlli interni e di governo societario - volta a valorizzare l'indipendenza delle società di gestione e salvaguardare la capacità di agire nell'esclusivo interesse degli investitori, attraverso la previsione delle modalità di esercizio dei poteri di direzione e coordinamento della capogruppo.

costituire, infatti, l'elemento preponderante del costo del prodotto-fondo⁽⁴⁷⁾.

***Il contesto
normativo: la
Mifid***

Nell'attuale contesto di mercato è auspicabile che l'attività di gestione del risparmio riacquisti piena rilevanza rispetto alle scelte commerciali dei distributori.

L'occasione è propiziata anche dal rinnovato vigore con il quale la **MiFID** ha affermato che l'interesse dell'investitore costituisce il presupposto su cui fondare la relazione con gli intermediari⁽⁴⁸⁾.

***Gli esiti dell'analisi:
i profili di attenzione
del fund processing***

Il Gruppo di lavoro nella complessa e impegnativa attività che è stata svolta nell'anno trascorso ha considerato il contesto di mercato e il quadro normativo di riferimento. Il *driver* dei lavori è stata la ricerca di condizioni di maggiore efficienza e competitività del risparmio gestito italiano.

L'analisi ha mostrato alcuni profili di attenzione caratterizzanti il *fund processing* delle quote dei fondi aperti. Il principale elemento di debolezza risulta riconducibile alla presenza di una **pluralità di sistemi, procedure e linguaggi adottati** dai soggetti che partecipano al processo distributivo delle quote dei fondi.

Tale frammentazione finisce per porsi come ostacolo all'instaurazione di nuove relazioni commerciali tra i soggetti che intervengono nella distribuzione dei fondi.

Dalla medesima hanno origine anche talune disfunzioni nelle **modalità di gestione degli ordini** relativi alle quote di fondi comuni: si pensi, ad esempio, ai lassi temporali dilatati con cui sono eseguiti gli ordini della clientela concernenti la portabilità delle quote ovvero ai rischi operativi che incidono sui processi di lavorazione nei casi in cui lo svolgimento di alcune fasi dei processi risulti gravato da rilevanti aree di manualità.

***La realizzazione
di un sistema più
competitivo***

Da qui nasce l'esigenza di incentivare l'industria a superare la frammentazione dei meccanismi operativi che attualmente la caratterizza, al fine di consentire l'affermazione di un mercato maggiormente competitivo sotto il profilo dell'offerta del servizio di gestione e della distribuzione. In tale contesto, le società di gestione del risparmio sarebbero chiamate a focalizzare i propri sforzi di innovazione sull'attività di gestione al fine di perseguire l'interesse degli investitori, migliorando la qualità del prodotto-fondo, anche per renderlo competitivo rispetto a prodotti succedanei.

⁽⁴⁷⁾ Come evidenziato nel Capitolo 3, i dati mostrano che circa il 78% delle commissioni passive pagate dalle SGR per la distribuzione dei fondi aperti di propria istituzione e gestione e, quindi, considerabili quale *proxy* della rilevanza dei collocatori, è versato a società appartenenti al proprio gruppo di riferimento.

⁽⁴⁸⁾ In tale direzione vanno letti i principi cardine che la normativa ha posto, ad esempio, in tema di *best execution, inducements*, obblighi informativi, regole di comportamento e contratti.

5.2. L'evoluzione dei modelli operativi

Le conclusioni cui è giunto il Gruppo di lavoro risultano importanti per definire soluzioni operative che possano contribuire a superare le difficoltà in cui versa il settore del risparmio gestito e accompagnarne l'evoluzione in atto, nel solco tracciato dalla MiFID.

La standardizzazione di sistema

E' stata, innanzitutto, largamente condivisa la necessità di adottare uno **standard di sistema** che supporti l'industria nelle modalità di gestione degli ordini aventi ad oggetto le quote di fondi comuni aperti.

La standardizzazione dei linguaggi e delle procedure potrà dare **certezza e tempestività all'esecuzione dei processi** concernenti gli ordini di sottoscrizione e rimborso, anche mediante la definizione congiunta dei tempi di processo. Essa, pertanto, costituisce indubbiamente un fondamentale passo da effettuare nella direzione di superare il grado di frammentazione operativa del sistema-fondi.

La gestione accentrata in regime di dematerializzazione:

In una prospettiva di carattere evolutivo, l'ulteriore passaggio ad una infrastruttura di sistema, accompagnata dalla **gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti rappresenterebbe l'approdo, da parte dell'industria, ad una soluzione operativa maggiormente efficiente.**

La gestione accentrata - che, si precisa, non implica la quotazione delle quote dei fondi, ossia la creazione di un mercato secondario di scambio di tali strumenti finanziari - è da considerarsi strumentale al funzionamento di un'infrastruttura di sistema volta a interconnettere i flussi informativi di intermediari-distributori, case-prodotto (gestori) e banche depositarie, sì da automatizzare completamente l'esecuzione delle operazioni di sottoscrizione e rimborso (e le relative registrazioni).

L'infrastruttura di sistema verrebbe, quindi, ad interpersi tra intermediari emittenti ed intermediari distributori in veste di *single entry point* al fine di agevolare, standardizzare e rendere più efficienti le relazioni intercorrenti tra i medesimi.

Il *single entry point* non inciderebbe sulle modalità di conformazione della relazione economica intercorrente tra l'intermediario-gestore e l'intermediario-distributore, risultando pienamente compatibile con il mantenimento delle convenzioni di collocamento, quanto piuttosto assicurerebbe, giova ribadirlo, la piena **automatizzazione** dei processi e, tramite questa, un più elevato grado di integrità e di fluidità dei flussi informativi intercorrenti tra i partecipanti al processo distributivo.

In tal senso, la presenza di un'infrastruttura di sistema imperniata su un modello di gestione accentrata in regime di dematerializzazione contribuisce a portare a compimento il processo di superamento della frammentazione del sistema-fondi e a realizzare modalità operative

improntate a canoni di maggiore efficienza, anche tramite una significativa mitigazione dei **rischi operativi**.

L'affermazione di un sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione per le quote di fondi aperti estenderebbe a tali prodotti i meccanismi operativi già adottati nel contesto nazionale e internazionale per gli altri strumenti finanziari, ferme restando le peculiarità dell'attività distributiva.

Effetti attesi

Il superamento della frammentazione dei linguaggi e dei sistemi operativi e la riduzione dei rischi operativi faciliterebbero l'affermazione di un mercato più competitivo in grado di contribuire a che l'**industria del risparmio gestito** si apra a canali distributivi ulteriori a quelli del gruppo di appartenenza.

Effetti positivi potrebbero conseguire anche dal lato della **distribuzione**: il maggior grado di apertura del sistema potrebbe rendere più agevoli le scelte commerciali di ampliamento della gamma prodotti, al fine di raggiungere un più ampio spettro di investitori, caratterizzati da differenti livelli di sofisticazione.

La presenza di un'infrastruttura di sistema permetterebbe di sfruttare appieno, anche per l'investimento in fondi, le aperture normative introdotte dalla MiFID con riguardo alla più accentuata modularità dei servizi.

Si fa in particolare riferimento alla massimizzazione del valore aggiunto derivante all'investitore dalla prestazione del servizio di consulenza allorché l'intermediario, in ragione della più ampia gamma di prodotti offerti, sia effettivamente in grado di raccomandare all'investitore quelli adatti al profilo di rischio e agli obiettivi di investimento e compatibili con la situazione finanziaria del medesimo.

Le ricadute benefiche per l'**investitore** troverebbero espressione nella migliore qualità dei prodotti (in termini di politica di gestione o di *pricing* caratterizzante gli stessi) conseguente all'instaurazione di un sistema più competitivo.

Il maggior grado di apertura del sistema pone anche le basi per agevolare la portabilità delle quote da parte degli investitori, con possibilità di rivolgersi ai distributori maggiormente rispondenti ai propri bisogni.

L'affermazione di un'infrastruttura di sistema che presiede alla gestione degli ordini degli investitori richiama l'attenzione su profili di carattere più operativo concernenti le modalità di implementazione della stessa. Tra questi si ritiene opportuno menzionare: il grado di flessibilità che connota il funzionamento dell'infrastruttura; le condizioni di mercato in cui opererebbe il *single entry point*; l'inclusione nell'ambito del sistema di gestione accentrata nazionale anche degli OICR esteri armonizzati commercializzati in Italia.

La flessibilità del sistema

Il recupero di efficienza (in termini di superamento della frammentazione dei sistemi e di abbattimento dei rischi operativi) che ci si attende derivi dall'implementazione di un'infrastruttura di sistema non dovrà essere accompagnato dall'introduzione di fattori di rigidità operativa.

A tal fine, l'infrastruttura dovrà essere connotata da una politica tariffaria volta a contenere i costi per gli attori dell'industria e da un grado di flessibilità tale da consentire l'implementazione di caratteristiche differenti dei prodotti in modo da evitare limitazioni al processo di innovazione degli stessi e da consentire un pronto recepimento delle modifiche concernenti le relative caratteristiche e rilevanti per i processi di sottoscrizione delle quote dei fondi (ad esempio, introduzione di una nuova classe di quote, operazioni di fusione tra fondi, ecc...).

Le condizioni di mercato in cui opera il gestore accentrato

Con riferimento alle condizioni di mercato in cui il *single entry point* si troverebbe ad operare e, quindi, alla presenza di un unico soggetto piuttosto che di una pluralità di soggetti centralizzatori, si rileva che, al fine di poter effettivamente giungere ad un superamento della frammentazione dei sistemi operativi attualmente caratterizzante l'industria del risparmio gestito, l'eventuale presenza di più operatori di mercato con funzioni di *single entry point* dovrà essere accompagnata da meccanismi idonei ad assicurare la loro interfunzionalità (*interlink*).

In proposito le audizioni svolte hanno posto in evidenza che le dinamiche di mercato hanno dato vita a soluzioni efficienti che trovano il loro fulcro nell'interposizione di un *single entry point* e che sono caratterizzate da peculiari assetti di *governance* (significativo, al riguardo, è l'assetto consortile della NSCC statunitense).

Gli OICR esteri armonizzati

Particolare importanza riveste, infine, il profilo concernente gli OICR esteri armonizzati commercializzati in Italia al pubblico c.d. *retail*.

In proposito, anche grazie al contributo fornito dagli esperti auditi, è stato possibile chiarire che, di per sé, non sussistono impedimenti di natura tecnica a che le quote o azioni di un OICR estero armonizzato commercializzato in Italia possano essere immesse in un sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione. D'altra parte, risulta che alcuni prodotti commercializzati in Italia hanno quote di partecipazione (volontariamente) dematerializzate presso depositari centrali esteri.

L'affermazione di un sistema di gestione accentrata per tutti i fondi commercializzati in Italia assicurerebbe l'uniformità nella gestione del flusso di ordini concernenti gli OICR a prescindere dal paese di domiciliazione degli stessi, in particolare in relazione alla possibilità di "movimentare" le quote degli OICR attraverso semplici scritture contabili, e al tempo stesso, con riferimento agli organismi già dematerializzati all'estero, sarebbe assicurata anche l'uniformità operativa rispetto a quanto già si verifica al di fuori del territorio nazionale. Per ciò che concerne le quote di OICR esteri non

dematerializzate, queste potrebbero essere immesse nel sistema di gestione accentrata in via diretta o indiretta, per il tramite di collegamenti esistenti tra il depositario centrale nazionale e gli analoghi organismi esteri.

Tuttavia, affinché il *single entry point* italiano non costituisca per le case prodotto estere un ulteriore elemento di costo che interviene nel processo distributivo degli OICR offerti, sarebbe opportuno assicurare un buon grado di sostituibilità delle funzioni svolte dal sistema di gestione accentrata nazionale con quelle attualmente svolte da altri soggetti che intervengono nel processo distributivo.

A tale proposito potrebbe valutarsi la ridefinizione del ruolo del soggetto incaricato dei pagamenti, con particolare riferimento alla funzione di sostituto d'imposta, che ad oggi il medesimo svolge in caso di realizzo di proventi periodici o connessi al rimborso delle quote.

5.3. Linee di *policy*

In conclusione si ritiene che la standardizzazione di sistema e il modello del *single-entry-point* non debbano essere visti come 'modelli' alternativi o in contrapposizione tra loro, bensì come modelli perseguibili in una logica di gradualità degli interventi che tenga conto della situazione di mercato e dei progressi dell'industria in termini di efficienza e competitività nel *fund processing*.

L'intero processo evolutivo non può che essere progressivo e svolgersi gradualmente lungo un **percorso autonomamente promosso dalle diverse componenti dell'industria finanziaria**. Ciò al fine di assicurare che l'implementazione del medesimo tenga conto dell'evoluzione della situazione di mercato e dei progressi già raggiunti nella direzione del perseguimento di una maggiore efficienza e competitività del sistema nel suo complesso.

L'intero processo deve risultare identificabile nei suoi diversi momenti e nelle modalità di attuazione; le Autorità di vigilanza verificheranno l'evoluzione, con particolare riguardo all'effettivo avvio e allo stato di avanzamento dei lavori, (modalità e tempi dei diversi stadi di implementazione del processo stesso). Un'attività di verifica periodica dovrebbe essere contemplata dalla stessa industria nell'ambito dell'attività di pianificazione dei lavori.

Dagli esiti di tale attività di monitoraggio **scaturiranno le conseguenti valutazioni delle Autorità di vigilanza che, anche avvalendosi delle potestà conferite dalla normativa vigente, potranno intervenire per alimentare il processo in vista della sua finalizzazione ed imprimere accelerazioni al medesimo.**

Le modalità e i tempi degli interventi necessari

Programma di massima

Per consentire una piena verificabilità dell'intero processo si ritiene opportuno definire un **programma di massima** che scandisca i diversi passaggi che l'industria e le Autorità di vigilanza percorreranno e che dovranno essere considerati nella pianificazione operativa delle attività da compiere di volta in volta.

Di seguito si riporta in sintesi il tendenziale programma da seguire:

- a) entro Giugno 2010 dovrà essere predisposto un piano operativo in cui risultino ben definiti: il linguaggio da utilizzare, le procedure e le modalità di standardizzazione (con particolare riguardo alla tempistica di esecuzione dei processi, alle modalità di identificazione dei soggetti, al contenuto dei flussi informativi e dei trasferimenti monetari intercorrenti tra i partecipanti al processo distributivo dei fondi, ecc.);
- b) entro Dicembre 2011 i diversi operatori di mercato avranno dato implementazione al menzionato piano operativo. Ciò implica l'adozione a livello di sistema di un unico linguaggio di comunicazione, nonché lo svolgimento dei processi di esecuzione degli ordini dei clienti secondo modalità e tempi uniformi.

Facilitazioni allo svolgimento delle attività pianificate secondo il programma di massima sopra delineato potranno provenire:

- a) dalla definizione di un trattamento fiscale dei fondi di diritto italiano che risulti allineato a quello degli OICR esteri commercializzati in Italia. In tal modo, dovendosi riconoscere agli intermediari distributori un ruolo di sostituto d'imposta per i fondi italiani, ciò potrebbe avvenire anche per gli OICR esteri, semplificando le funzioni che i soggetti incaricati dei pagamenti sono tenuti a svolgere nell'ambito dei processi di sottoscrizione e rimborso;
- b) dal progressivo innalzamento del grado di apertura del sistema distributivo dei fondi e della qualità di servizio offerta dai distributori;
- c) dall'incremento della qualità dei fondi comuni aperti derivante dalla focalizzazione degli sforzi delle case-prodotto sull'attività gestoria.

Tutto quanto sopra nella convinzione che il futuro del risparmio gestito si gioca sul terreno dell'efficienza e della competitività di sistema.

ALLEGATI

Allegato 1 – Elenco dei partecipanti al Gruppo di lavoro

| | |
|--|----------------|
| Claudio SALINI Giuseppe D'AGOSTINO Maria Antonietta SCOPELLITI Filippo MACALUSO Salvatore LO GIUDICE* Martina TAMBUCCI* Gianluca LEGGIERI* Alessandra TONALI* Giovanna FRATTI* | CONSOB |
| Corrado BALDINELLI Lucilla ASCIANO Aldo STANZIALE Costanza IACOMINI Sergio SINISI* | BANCA D'ITALIA |
| Angela Maria BRACCI David SABATINI | ABI |
| Germana MARTANO Oliviero PULCINI | ANASF |
| Roberta D'APICE Fabio GALLI Deborah ANZALDI* | ASSOGESTIONI |
| Filippo PARRELLA Marco TOFANELLI | ASSORETI |
| Michele CALZOLARI Gianluigi GUGLIOTTA | ASSOSIM |

* Il partecipante ha svolto un ruolo di supporto tecnico nell'analisi e nella redazione del Documento conclusivo dei lavori.

Allegato 2 – Elenco dei soggetti auditi

ALLFUNDS BANK

ARCA SGR

AZIMUT

BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES

CLEARSTREAM

EUROCLEAR

BANCA FIDEURAM

FINECO BANCA

JP MORGAN

MONTE TITOLI

SCHRÖDERS

SOCIETE GENERALE SECURITIES SERVICES

DEPOSITORY TRUST & CLEARING CORPORATION

PIONEER INVESTMENTS

Allegato 3 – Elenco dei soggetti intervistati per l'analisi costi-benefici

ALLIANZ BANK FINANCIAL ADVISORS

BANCA FIDEURAM

BIPIEMME GESTIONI SGR

EURIZON CAPITAL SGR

FINECO BANCA

INTESA SANPAOLO

JP MORGAN SGR

MONTE DEI PASCHI DI SIENA

PRIMA SGR

SOCIETE GENERALE SECURITIES SERVICES

