



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

QUADERNI
DI
FINANZA

DOCUMENTI

LAVORI PREPARATORI PER IL
TESTO UNICO DELLA FINANZA

SERVIZI E STRUMENTI DI IMPIEGO DEL RISPARMIO

N. 28 - GIUGNO 1998

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

Nella collana «Studi e Ricerche» vengono pubblicati i lavori di ricerca prodotti o promossi dalla Consob; nella collana «Documenti» trovano spazio gli interventi istituzionali, gli atti di convegni, i documenti della IOSCO.

Comitato di Redazione: Marcello Bianchi, Carmine Di Noia, Alfredo Macchiati,
Laura Piatti.
Segretaria di Redazione: Grazia Galli.

Nel corso del 1997, gli Uffici della Consob hanno svolto una intensa attività propositiva a supporto dei lavori di redazione del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

La Commissione ha così fornito un sostanziale contributo alla definitiva adozione delle disposizioni contenute nel decreto legislativo 58/98, che costituirà il quadro di riferimento normativo primario per lo svolgimento delle attività di intermediazione finanziaria in Italia.

Le proposte della Consob sono state enucleate sulla base di alcuni lavori preparatori, che si ritiene opportuno rendere noti attraverso la pubblicazione nella collana «Documenti» dei *Quaderni di Finanza*. Il primo volume affronta alcune problematiche di vigilanza in materia di servizi e strumenti di impiego del risparmio.

La pubblicazione di questi lavori si pone quale contributo ad un processo regolamentare che, avendo quale riferimento il Testo unico, non può dirsi con esso esaurito, ma richiederà un continuo impegno di affinamento e adattamento all'evoluzione dei mercati, dei soggetti e degli strumenti del mercato finanziario.

LAVORI PREPARATORI PER IL TESTO UNICO DELLA FINANZA

SERVIZI E STRUMENTI DI IMPIEGO DEL RISPARMIO^(*)

SINTESI

Nel presente documento vengono approfonditi alcuni profili regolamentari di quattro aree di servizi/prodotti finanziari: gestioni di patrimoni, fondi comuni, polizze assicurative vita a prevalente contenuto finanziario, obbligazioni bancarie.

Il lavoro si incentra sulle tematiche della trasparenza e della tutela dell'investitore, che rappresentano obiettivi della vigilanza meritevoli di particolare attenzione, soprattutto alla luce della recente crescita in Italia del cosiddetto "risparmio gestito".

Dall'analisi emerge la necessità di una ampia modernizzazione del quadro regolamentare nazionale, finalizzata a promuovere la capacità competitiva del sistema dell'intermediazione mobiliare italiana nel contesto dell'integrazione europea. In questa prospettiva il Testo unico e i successivi regolamenti attuativi rappresentano una importante occasione di riforma.

() Il presente lavoro è stato predisposto da Marco Longo, Alfredo Macchiati, Laura Piatti e Neomiso Susi della Divisione Studi Economici della Consob. L'elaborato ha inoltre beneficiato dei contributi di G. D'Agostino, C. Di Noia, F. Plateroti, G. Sabatini, P. Salimei, F. Tuccari.*

Il lavoro si è chiuso nel settembre 1997.

INDICE

I.	SINTESI E PRINCIPALI CONCLUSIONI	Pag.	9
II.	TRASPARENZA E CORRETTEZZA NELLA REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA	»	12
	II.1 CONSIDERAZIONI GENERALI	»	12
	II.2 LA SITUAZIONE ITALIANA	»	16
III.	L'ASSET MANAGEMENT	»	18
	III.1 IL MERCATO E LE SUE RECENTI TENDENZE	»	18
	III.2 IL CONTENUTO DELL'ATTIVITÀ DI ASSET MANAGEMENT	»	21
	III.3 PROFILI CRITICI DELLA REGOLAMENTAZIONE	»	23
	III.4 PROPOSTE DI RIFORMA	»	33
IV.	LA GESTIONE DI PATRIMONI COLLETTIVI	»	35
	IV.1 PROBLEMI DI STABILITÀ NEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO	»	35
	IV.2 LE REGOLE E I PROFILI DI CONDOTTA E DI TRASPARENZA	»	36
	IV.3 ALCUNE VARIABILI "CRITICHE" NELL'INFORMATIVA ALL'INVESTITORE	»	38
	IV.4 ASPETTI DI RILIEVO NELL'ESPERIENZA INTERNAZIONALE	»	46
	IV.5 PROPOSTE DI RIFORMA	»	49
V.	LE POLIZZE ASSICURATIVE VITA E A CAPITALIZZAZIONE	»	51
	V.1 TENDENZE DEL MERCATO E CARATTERISTICHE DEI PRODOTTI	»	51
	V.2 PROFILI CRITICI DELLA REGOLAMENTAZIONE	»	53
	V.3 OBBLIGHI DI INFORMATIVA NEI CONTRATTI DI ASSICURAZIONE SULLA VITA E DI CAPITALIZZAZIONE	»	55
	V.4 LA DISCIPLINA RELATIVA AI FONDI PENSIONE APERTI	»	58
	V.5 PROPOSTE DI RIFORMA	»	59
VI.	LE OBBLIGAZIONI BANCARIE	»	60
	VI.1 LE OBBLIGAZIONI BANCARIE E LA TRASPARENZA	»	60
	VI.2 PROPOSTE DI RIFORMA	»	63

APPENDICI

A.	L'ESPERIENZA FRANCESE IN MATERIA DI REGOLAMENTAZIONE DELLE GESTIONI DI PATRIMONI	»	65
B.	GLI INDICATORI DI <i>PERFORMANCE</i> NELLE STATISTICHE DEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO	»	69
C.	LE <i>SOFT COMMISSION</i>	»	70
D.	LE PROPOSTE DI MODIFICA DEL CONTENUTO DEL PROSPETTO INFORMATIVO STATUNITENSE AVANZATE DALLA SEC	»	72
E.	EQUIVALENZA TRA POLIZZE A CAPITALIZZAZIONE E PRODOTTI FINANZIARI	»	74
F.	LA NORMATIVA STATUNITENSE IN MATERIA DI GESTIONI ASSICURATIVE SEPARATE	»	77
G.	NORME PREVISTE DA ALCUNI ORDINAMENTI ESTERI IN MATERIA DI OFFERTA AL PUBBLICO DI VALORI MOBILIARI DA PARTE DI BANCHE .	»	80

I. SINTESI E PRINCIPALI CONCLUSIONI

L'industria del risparmio gestito sta evidenziando, anche nel nostro paese, dinamiche e potenzialità di sviluppo estremamente rilevanti. Tendenze di natura industriale e organizzativa sollecitano la ricerca di economie di scala, attraverso la concentrazione in un'unica struttura delle diverse fasi del "ciclo produttivo". Nel contempo, l'esistenza di una sostanziale uniformità nelle esigenze di correttezza e trasparenza delle due forme di gestione di patrimoni (individuale e collettiva) sollecita una maggiore omogeneizzazione della disciplina dei controlli.

La vigilanza sugli intermediari finanziari risponde a due obiettivi: preservare la stabilità sistemica e tutelare il risparmiatore. Le due finalità non si pongono con lo stesso rilievo nelle diverse attività di intermediazione. In particolare, i controlli di stabilità, che rappresentano l'attività principale degli organi di vigilanza bancaria, si indirizzano soprattutto verso intermediari che emettono passività di natura monetaria e di valore certo a fronte di attività illiquide e di valore incerto. Il rilievo di tali profili appare sensibilmente minore in quei comparti dell'intermediazione ove il patrimonio dell'intermediario è separato da quello dell'investitore e assume maggiore importanza la tutela dell'investitore, affidata nella generalità delle esperienze internazionali all'Autorità di controllo sul mercato. In questi casi la vigilanza è finalizzata a dare trasparenza al rapporto intermediario-cliente e ad evitare che vengano adottati comportamenti contrari all'interesse dell'investitore. La cosiddetta vigilanza prudenziale, i cui principi risalgono alla direttiva BCCI - *Bank of Credit and Commerce International* -, ha un contenuto eterogeneo non direttamente riconducibile né alla correttezza né alla stabilità, ma alla garanzia del regolare andamento degli affari.

Per una preventiva tutela del sottoscrittore in materia di gestioni collettive, non è sufficiente la verifica che il gestore abbia rispettato le norme volte ad assicurare che il livello dei rischi assunti dal fondo sia costantemente coerente con le caratteristiche accettate dal risparmiatore in sede di sottoscrizione. In particolare, altre regole generali di condotta - quali il divieto di discriminazione tra clienti o il controllo dell'operatività in conflitto d'interessi - dovrebbero essere estese ai gestori collettivi, in quanto l'impossibilità per l'investitore di verificare che l'intermediario abbia sempre agito nell'interesse dell'investitore medesimo lascia aperta la possibilità che, in assenza di precise regole, siano stati messi in atto comportamenti "opportunistici". Nella regolamentazione di altri paesi, a differenza che in Italia, regole generali di correttezza hanno una applicazione molto estesa e pregnante.

La Consob ha proposto di far convergere la regolamentazione della gestione collettiva e quella della gestione individuale di portafogli in materia di correttezza e trasparenza.

Tale proposta mira a conseguire diversi obiettivi:

- una maggiore liberalizzazione e una parità concorrenziale nell'offerta dei prodotti di risparmio gestito;

- una ridefinizione delle competenze di vigilanza, finalizzata ad estendere nei controlli la distinzione stabilità/correttezza e a potenziare l'impostazione della vigilanza per finalità;
- maggiori incentivi per gli operatori ad adottare formule organizzative (il gestore unico) che siano ad un tempo più efficienti e più trasparenti nei confronti dell'investitore.

L'intermediario gestore unico dovrebbe costituire, in un certo senso, la sintesi tra le varie società di gestione di fondi comuni (aperti, chiusi, mobiliari, immobiliari) oggi previste dalla legislazione e le Sim che prestano unicamente il servizio di gestione individuale di patrimoni. Al nuovo intermediario dovrebbe, pertanto, essere riservata in esclusiva la prestazione del servizio di gestione collettiva e consentita la prestazione del servizio di gestione individuale. Le Sim e le banche potrebbero continuare a prestare la gestione individuale, unitamente agli altri servizi di investimento.

Dall'analisi comparata svolta sia a livello di confronto tra gestioni individuali e collettive, sia con riguardo ad altre esperienze internazionali, emerge come la disciplina dell'attività di gestione collettiva di patrimoni richieda anche un quadro regolamentare più snello e flessibile nella fase autorizzativa all'operatività, con un capovolgimento dell'attuale impostazione che attribuisce alla normativa primaria e al momento della autorizzazione preventiva un ruolo prevalente; dovrebbero viceversa assumere maggior rilievo regolamentazione secondaria e controlli successivi.

Un'applicazione coerente e sistematica della vigilanza per finalità consentirebbe di eliminare, o quanto meno di ridurre, una segmentazione nell'offerta di prodotti e servizi finanziari che non incoraggia la ricerca della trasparenza e dell'efficienza. In questa prospettiva emerge l'opportunità di riconsiderare alcune aree che oggi sono totalmente sottratte a controlli per finalità: esse si prestano quindi ad "arbitraggi regolamentari" e non offrono al risparmiatore una informativa adeguata. Due di queste aree appaiono particolarmente rilevanti: i prodotti assicurativi ad elevato contenuto finanziario e le obbligazioni bancarie, entrambi sottratti alla disciplina sulla sollecitazione.

Nel periodo più recente, alcuni prodotti assicurativi del ramo vita a rilevante o pressoché esclusivo contenuto finanziario hanno trovato una capillare e crescente diffusione presso il pubblico dei risparmiatori. Tali prodotti presentano una elevata sostituibilità con i più tradizionali prodotti finanziari, ma sono attualmente sottoposti, nel nostro ordinamento, alla sola disciplina del settore assicurativo, che attribuisce all'informativa all'investitore un rilievo relativamente marginale.

In alcuni ordinamenti esteri, l'offerta di questo tipo di polizze configura una sollecitazione del pubblico risparmio. Per esempio, nella disciplina statunitense, le rendite finanziarie e i contratti di assicurazione sulla vita il cui rendimento è collegato ad una gestione separata ricadono nell'ambito della regolamentazione relativa alle attività di investimento, reinvestimento, acquisto e vendita di valori mobiliari.

Al fine di ottenere una regolamentazione più omogenea rispetto ad altri prodotti finanziari, sarebbe auspicabile che anche nel nostro ordinamento i prodotti assicurativi a prevalente contenuto finanziario vengano sostanzialmente assimilati ai valori mobiliari e siano ricondotti pertanto alla disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio.

In Italia, il livello di trasparenza delle obbligazioni bancarie è modesto. La raccolta obbligazionaria bancaria, considerata dal Testo unico bancario come raccolta del risparmio a tutti gli effetti, è infatti esentata dalla disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio (art. 12, comma 3, legge 77/83).

Inoltre, l'attività dei soggetti offerenti, in fase di prima emissione (nel caso in cui coincidano con l'emittente stesso), non è considerata attività di intermediazione e quindi non è soggetta alla disciplina sulle regole di comportamento. E' da osservare che a fronte di queste esenzioni la raccolta obbligazionaria non rientra nella raccolta assicurata dal Fondo Interbancario di tutela dei depositi.

Gli interventi proposti dalla Consob, sia di natura normativa che regolamentare, nella materia delle obbligazioni sono i seguenti:

- l'assoggettamento delle emissioni di obbligazioni alla disciplina della sollecitazione, ma con prospetto e procedure semplificate tipo *shelf registration*⁽¹⁾ (modifica alla legge 77/83);
- l'applicazione alle banche delle regole di comportamento proprie dell'intermediazione mobiliare in relazione al collocamento e alla negoziazione con la clientela di obbligazioni da esse emesse.

(1) *La shelf regulation è il termine utilizzato per indicare la rule 415, adottata dalla Sec - Securities and Exchange Commission - negli anni '80, che consente a una società di soddisfare i requisiti richiesti per la registrazione fino a due anni prima di un'offerta pubblica di titoli. Con la registrazione "on the shelf" la società, aggiornando semplicemente i rapporti annuali, trimestrali e quelli connessi presentati regolarmente alla Sec, può decidere di effettuare un'offerta pubblica quando le condizioni di mercato diventano favorevoli, con un livello minimo di preparazione amministrativa e un considerevole risparmio di tempo e di costi.*

II. TRASPARENZA E CORRETTEZZA NELLA REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA

II.1 CONSIDERAZIONI GENERALI

Vi sono tre principali finalità dell'intervento pubblico nell'economia, connesse ad altrettante categorie di insuccessi del mercato:

- la protezione del consumatore dagli abusi del potere monopolistico e la promozione della concorrenza;
- la salvaguardia della stabilità sistemica;
- la tutela dei consumatori meno informati.

Il primo di questi obiettivi non assume in genere particolare rilievo nei mercati finanziari⁽²⁾. Peraltro, in passato, il diffuso ricorso alle riserve di attività ha prodotto una forte segmentazione di tali mercati; ciò non ha dato luogo alla formazione di posizioni monopolistiche, ma ha impedito, pur con alcune differenze tra i diversi paesi, un adeguato sviluppo della concorrenza. Il problema ha assunto particolare rilevanza nella concorrenza internazionale tra mercati ed intermediari e solo dopo la II direttiva bancaria e la direttiva sui servizi d'investimento si sono poste le premesse per una maggiore concorrenza.

I controlli di stabilità hanno origine dalla natura monetaria e dal valore certo delle passività, a fronte di attività illiquide e di valore incerto, che caratterizzano il bilancio delle banche.

Tali controlli mirano ad assicurare l'equilibrio patrimoniale di lungo periodo di ogni singolo intermediario. Essi:

- a. sono chiaramente definiti e statuiti anche per effetto della crescente convergenza internazionale sull'importanza del problema e sulla necessità di adottare come strumenti fondamentali il credito di ultima istanza da un lato e i coefficienti patrimoniali dall'altro;
- b. riguardano innanzitutto la funzione monetaria e creditizia e, in genere, le funzioni in cui l'intermediario assume un rischio di controparte, anche a causa del *lag* che separa una transazione finanziaria dal suo regolamento monetario. In questo caso, le transazioni finanziarie assumono rilievo in quanto componenti del più ampio sistema dei pagamenti.

Il rischio di stabilità si pone in forma estremamente differenziata a seconda del tipo di attività. E' ovviamente massimo laddove la funzione monetaria è prevalente ed è trascurabile per gli intermediari che non assumono posizioni in proprio come i *brokers* e quelli che gestiscono in

(2) Sull'argomento si può vedere C. Goodhart et al., "Financial Regulation: Why, How and Where Now?", *Governors' Meeting at the Bank of England*, 6 June 1997.

forma collettiva o individuale il patrimonio della clientela, a condizione che siano garantite condizioni di separazione del patrimonio. Recentemente, in alcuni casi circoscritti, investitori in quote di fondi comuni facenti parte di gruppi finanziari internazionali hanno sostenuto perdite ingenti e sono intervenute le banche capogruppo per "tranquillizzare" gli investitori della solidità dei loro fondi⁽³⁾.

Nel caso dell'attività di un *dealer*, i problemi di stabilità appaiono di minor intensità rispetto alle banche, ma certamente non trascurabili in quanto l'impossibilità di coprire le posizioni proprie al momento della liquidazione potrebbe avere "effetti domino" nel settore, con conseguenze sulla stabilità degli intermediari bancari che quelle posizioni hanno finanziato.

L'obiettivo della trasparenza e della tutela dell'investitore va assumendo un rilievo crescente negli orientamenti e nella prassi della regolazione dei sistemi finanziari. Un primo gruppo di interventi attuato in questi anni a livello comunitario attiene la sollecitazione del risparmio e la manipolazione dell'informazione. Un secondo gruppo di interventi, realizzato solo in parte, mira ad ampliare le informazioni sui servizi svolti dagli intermediari, a rafforzare le regole sui conflitti d'interesse e in generale ad una maggiore tutela del risparmiatore⁽⁴⁾.

A dare maggiore rilievo a questo secondo gruppo di interventi contribuisce il sensibile sviluppo del risparmio gestito. La gestione del risparmio richiede di operare nell'interesse degli investitori, realizzando le migliori combinazioni di rischio e rendimento; si tratta di un servizio per il quale non sempre appaiono facilmente percepibili i costi e la qualità. La regolamentazione in materia di trasparenza e correttezza risponde pertanto all'obiettivo di protezione dell'investitore.

I controlli di trasparenza e correttezza mirano in primo luogo a garantire gli utenti dei servizi finanziari nel momento in cui entrano in contatto con gli intermediari finanziari⁽⁵⁾. Essi tipicamente si esplicano in controlli sull'informazione fornita dagli emittenti o dagli intermediari che raccolgono

(3) *Taluni casi saranno descritti nel capitolo IV.*

(4) *Significativo è al riguardo quanto si legge nel working paper del X Gruppo di contatto in materia di Oicvm del giugno 1997. «The Commission believes that an adequate degree of investor protection does not have to rely mainly on the harmonisation of single types of financial products (common funds), which is the case of the UCITS Directive. It can equally be achieved by focusing on the essential requirements applying to the service provider, as is already the case in other financial services sectors (banking, insurance, securities). The Commission believes that efficient investor protection can be achieved through:*

- *the introduction of a framework of general rules containing the conditions under which the savings raised from the public and pooled into common funds have to be invested by authorised fund managers. These include general risk spreading rules; rules preventing conflicts of interest; and rules separating assets belonging to the fund manager from those belonging to the common funds or investment companies that he manages».*

(5) *Vi sono poi norme relative allo svolgimento dell'attività di gestione, che corrispondono a doveri da parte dei gestori e a diritti esercitabili dagli investitori nei confronti dei primi.*

fondi, e trovano espressione nella disciplina del prospetto informativo, che tende ad uniformarsi per effetto dell'internazionalizzazione dei mercati e della crescente convergenza dei criteri contabili e in materia di controlli sui comportamenti degli intermediari. Questi ultimi, in particolare, sono tenuti a:

- comportarsi con diligenza, trasparenza e correttezza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati, in modo da offrire sempre le migliori condizioni possibili (principio della *best execution*);
- acquisire le informazioni necessarie sul cliente in modo da adattare le operazioni al profilo di rischio-rendimento da essi richiesto (principio del *know your customer*);
- organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitto di interessi e, in caso il conflitto insorga, informare il cliente o astenersi dall'operazione (principio del *disclose or abstain*).

In diverse esperienze internazionali si rinvencono crescenti tensioni fra la struttura statuita dalla regolamentazione sui mercati e sugli intermediari e le pressioni prodotte dall'innovazione finanziaria. Aumenta il consenso che un impianto dei controlli basato sulla tradizionale distinzione fra intermediari bancari, mobiliari e assicurativi non sia il "miglior modo" per regolare un sistema sempre più integrato e globalizzato.

L'innovazione finanziaria crea prodotti sempre più sofisticati, ma ne sviluppa, nel contempo, la contiguità e sostituibilità: prodotti che una volta erano offerti tipicamente da intermediari e non erano negoziabili sono sostituiti da strumenti standardizzati negoziati sui mercati; in questo contesto si crea uno spazio per la regolazione perché i mercati possano pienamente svolgere quella funzione di *price discovery* che la teoria economica ha da tempo individuato⁽⁶⁾.

In letteratura come nella prassi regolamentare, spesso si richiama il *trade-off* tra stabilità e trasparenza: esso peraltro non si pone in modo univoco. Si potrebbe sostenere che un mercato più trasparente è senz'altro un mercato anche più stabile; di converso, se si pensa per esempio agli effetti sulla micro-stabilità di un processo di formazione e aggiustamento dei prezzi estremamente elastico rispetto all'informazione che il mercato fornisce sui titoli sottostanti, si potrebbe teorizzare una relazione inversa tra i due obiettivi. Così pure, a livello micro, non si possono escludere circostanze nelle quali un intermediario non agisca nell'interesse del cliente, con ciò determinando un beneficio in termini di proprio conto economico. Tali considerazioni conducono a ritenere che sia comunque opportuno che le Autorità preposte al controllo dei due obiettivi rimangano distinte.

(6) *Sull'argomento si veda IOSCO, "Transparency on Secondary Markets", il Sole 24 Ore Libri, 1993.*

Più in generale, un unico regolatore può creare una eccessiva concentrazione di poteri, può irrigidirsi in complesse procedure burocratiche e, nella sua posizione di "monopolista", determinare situazioni di inefficienza; si può altresì generare una potenziale perdita di informazioni in quanto, per definizione, un solo regolatore è più sensibile a perseguire un solo approccio alla vigilanza.

La differenziazione del rischio di stabilità tra attività che hanno una funzione monetaria e attività che non ne hanno può determinare culture e sensibilità differenti tra l'Autorità che è preposta ai controlli bancari e l'Autorità che esegue i controlli sulle attività di intermediazione mobiliare, felicemente sintetizzate in un intervento del 1995 dell'allora presidente della *Sib - Securities and Investments Board* (Riquadro 1).

RIQUADRO 1

«Put simply, the traditional concern of the banking regulators has been to ensure that depositors feel confident they get their money back from their bank. So the banking regulator's primary objective is to protect against a disorderly failure of a bank. Because as we all know the failure of one bank can lead to a run on deposits at other banks. And they have traditionally relied on financial measures - the quality on the loan book and capital adequacy in particular - to achieve this. Securities regulation is different. Unlike depositors, investors should all be aware that the value of their investments can fall as well as rise. So securities regulators have been more concerned with ensuring that investors remain confident they will get a fair deal from their adviser through enforcing conduct of business rules. And of course with ensuring that procedures are in place to prevent the adviser from running off with the money».

Fonte: A. Large, Intervento alla XX Conferenza IOSCO, Parigi, 1995.

Dal momento che la regolamentazione non è offerta tramite un meccanismo di mercato, non si hanno informazioni sul prezzo che il consumatore è disposto a pagare; conseguentemente essa è percepita come un *free good*⁽⁷⁾ e quindi viene domandata in abbondanza. Le Autorità di vigilanza, preoccupate di essere ritenute responsabili di comportamenti non corretti degli intermediari e avverse al rischio, possono essere indotte ad offrirne in eccesso. Le tendenze internazionali sollecitano una maggiore attenzione al contenimento dei costi della regolamentazione.

(7) Si veda G.J. Stigler, "The Theory of Economic Regulation", *Bell Journal of Economics and Management Science*, 1971.

II.2 LA SITUAZIONE ITALIANA

In virtù di un'azione di vigilanza e di controlli particolarmente pervasiva, il settore nazionale dell'intermediazione mobiliare si presenta oggi sostanzialmente più sano rispetto a qualche anno fa. Nel triennio 1994-1996 sono state condotte 141 ispezioni nei confronti di intermediari; vi sono stati 36 casi di commissariamento di Sim e fiduciarie (circa il 10 per cento del settore in termini di numerosità). Il settore dei fondi comuni non è stato affetto da patologie che si sono tradotte in una perdita del capitale investito o in crisi di impresa, ma l'operatività dei fondi è stata rallentata, soprattutto nel momento autorizzativo, dal sovrapporsi di diverse discipline.

L'attività di vigilanza deve ora riorientarsi per promuovere assetti più competitivi: l'azione sanzionatoria, necessaria, deve lasciare gradualmente spazio ad un'azione preventiva che stimoli la ricerca di maggiore efficienza.

La liberalizzazione realizzata con le direttive comunitarie espone i paesi ad arbitraggi regolamentari: gli intermediari e le attività si localizzano laddove la regolamentazione è più agile, dove le norme sono più chiare e le autorizzazioni sono ottenute in tempi più rapidi: in altri termini dove il "rischio regolamentare" si presenta più contenuto. Da questo punto di vista l'Italia deve certamente compiere dei progressi.

Nel settore del risparmio gestito l'offerta del servizio è oggi possibile da parte di una pluralità di intermediari finanziari: banche, società di investimento mobiliare, organismi di investimento collettivo, fondi pensione, compagnie di assicurazioni; il tipo di controllo è basato più sulla tipologia dei soggetti che sulla natura del servizio.

Ne è derivata una struttura del settore molto frazionata e con un debole grado di integrazione orizzontale. La dimensione degli operatori, notevolmente inferiore a quella che si osserva negli altri paesi, non consente di conseguire le economie di scala che tipicamente connotano l'attività di *asset management*⁽⁸⁾.

In materia di intermediazione mobiliare il Testo unico sulla finanza potrà seguire due linee di intervento: una tendenziale riduzione delle riserve di attività nell'area del risparmio gestito e, conseguentemente, un maggiore grado di omogeneità nella tutela dell'investitore per quanto riguarda i profili di trasparenza e correttezza; un quadro normativo più snello con maggiore affidamento sull'auto-disciplina e minor peso degli oneri di natura amministrativa a carico degli intermediari.

(8) Si vedano M. Onado, "Il risparmio gestito in Italia", *Quaderni di Finanza Consob* n. 21, 1997; L. Piatti e N. Susi, "Struttura dell'industria, assetti proprietari e profili di informativa: un'analisi dei fondi comuni di investimento italiani", *Quaderni di Finanza Consob* n. 22, vol. II, 1997.

Funzionale a tale riforma dovrebbe essere la riconsiderazione di alcune competenze in materia di vigilanza. Infatti gli assetti attuali determinano una differenza nei controlli per soggetti che pure offrono al pubblico un servizio molto simile. Il principio guida del ridisegno dei controlli dovrebbe essere l'estensione del modello di vigilanza per finalità e quindi la definizione di regole uniformi interne di trasparenza delle informazioni e di correttezza dei comportamenti per chi offre servizi di risparmio gestito. La vigilanza per finalità presenta l'indubbio merito di ripartire tra Autorità le responsabilità per obiettivi - stabilità e trasparenza - che, come ricordato, possono tra loro essere, in talune circostanze, in tensione.

L'ordinamento nazionale, nelle sue più recenti elaborazioni normative, richiama le diverse finalità della vigilanza con un buon grado di esplicitazione⁽⁹⁾.

Si tratta di impianti regolamentari in parte già delineati ma non compiutamente realizzati nella prassi attuativa. La legge 1/91 introdusse un principio - quello della vigilanza per finalità - che ha acquisito maggiore valenza con il diluirsi delle differenze di attività tra le diverse categorie di operatori e con l'emergere di prodotti e servizi finanziari sostanzialmente simili, pur se offerti da intermediari di diversa matrice. La legge sui fondi comuni 77/83 è stata toccata solo marginalmente dal principio della finalità; nel complesso la correttezza dei comportamenti degli intermediari non appare il principio ispiratore di quella norma.

(9) «L'esercizio dei poteri attribuiti alle Autorità competenti si esplica avendo riguardo alla trasparenza e correttezza dei comportamenti degli intermediari ammessi allo svolgimento di uno o più servizi di investimento» (art. 21, comma 1, lett. f) della legge comunitaria 1994); e ancora «l'attività di vigilanza ha per scopo la trasparenza e correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, avendo riguardo alla tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario» (art. 4, comma 1, del D.Lgs. 415/96).

III. L'ASSET MANAGEMENT

III.1 IL MERCATO E LE SUE RECENTI TENDENZE

Il primo quinquennio degli anni novanta è stato caratterizzato, per quasi tutti i paesi dell'area industrializzata, da una contrazione della crescita del risparmio gestito dagli investitori istituzionali. A questa tendenza hanno fatto eccezione l'Italia e la Germania: nel nostro paese, in particolare, nel corso del biennio 1993-'94, il tasso di crescita medio annuo del risparmio gestito⁽¹⁰⁾ è risultato superiore al 20 per cento, il livello più alto fra le nazioni avanzate⁽¹¹⁾.

I principali dati relativi al mercato italiano dell'*asset management*, che ricomprende sia le cosiddette gestioni collettive⁽¹²⁾, sia le cosiddette gestioni personalizzate, sono contenuti nella Tavola 1.

In un confronto internazionale, il mercato italiano appare ancora sottodimensionato in termini assoluti; diversamente dagli altri paesi, la dimensione relativa delle gestioni individuali risulta molto ampia, e fa ritenere che una parte consistente sia in realtà gestita "in monte". In particolare, i dati relativi alle quote di mercato e alla dimensione media del patrimonio gestito mostrano che la maggior parte del risparmio gestito in forma personalizzata è rappresentato da portafogli di consistenza media unitaria variabile tra 150 e 260 milioni di lire. Il fenomeno economico delle gestioni individuali si caratterizza, quindi, nel nostro paese, per la modesta entità dei singoli patrimoni gestiti.

Con riguardo alle gestioni collettive, il patrimonio netto dei fondi per canale di distribuzione è da attribuirsi in misura prevalente al sistema bancario, che nel corso dell'ultimo decennio ha

(10) *Un'ampia nozione di risparmio gestito, che usualmente viene utilizzata nelle statistiche internazionali, ricomprende le gestioni di patrimoni individuali, i fondi comuni, le assicurazioni sulla vita e i fondi pensione. Ove non diversamente indicato, nella trattazione che segue, con riferimento in particolare al mercato italiano, ci si richiamerà ad una nozione più ristretta - al momento la più significativa, sia con riguardo al mercato, sia per gli aspetti regolamentari che si vogliono evidenziare - comprendente le sole gestioni di portafogli, collettive e individuali.*

(11) *Fonte: Fefsi, "Annual Statistics", 1996; Irs, "Rapporto sul mercato azionario", 1996.*

(12) *Con il termine gestioni collettive sono da intendersi le gestioni dei fondi comuni di investimento mobiliare aperti. In una definizione più ampia si potrebbero includere anche le gestioni assicurative del ramo vita, che vengono usualmente considerate facenti parte dell'asset management industry. Si evidenzia inoltre che anche i fondi pensione sono usualmente inclusi nella nozione di risparmio gestito: la disciplina ad essi relativa prevista dal nostro ordinamento, peraltro, non consente al fondo pensione di gestire direttamente il proprio patrimonio - se non per una quota destinata ad investimenti di tipo immobiliare -, ma impone convenzioni di gestione con soggetti all'uopo abilitati.*

raddoppiato il suo peso, raggiungendo alla fine del 1996 circa il 48 per cento del totale complessivo del mercato⁽¹³⁾.

Infine, si osserva che per ambedue le gestioni la componente prevalente dei portafogli è rappresentata da investimenti obbligazionari, tra i quali prevalgono quelli in titoli di Stato (oltre l'80 per cento del totale delle obbligazioni in portafoglio)⁽¹⁴⁾.

TAV. I

IL MERCATO ITALIANO DEL RISPARMIO GESTITO: GESTIONI INDIVIDUALI E COLLETTIVE

VOLUME DI PATRIMONIO GESTITO ¹	
- GESTIONI INDIVIDUALI	260.000
- GESTIONI DI FONDI COMUNI MOBILIARI	197.000
TASSO DI CRESCITA ATTESO DEL MERCATO ²	60%
QUOTE DI MERCATO PER LE GESTIONI INDIVIDUALI ³	
- BANCHE	72%
- SIM	20%
- FIDUCIARIE	8%
DIMENSIONE MEDIA DEI PORTAFOGLI GESTITI ⁴	
- GESTIONI INDIVIDUALI	
• BANCHE	260
• SIM	620
• FIDUCIARIE	150
- GESTIONI DI FONDI COMUNI MOBILIARI ⁵	20/30
PROPORZIONE DEI TITOLI OBBLIGAZIONARI ALL'INTERNO DEI PORTAFOGLI GESTITI ⁶	
- GESTIONI INDIVIDUALI	86%
- GESTIONI DI FONDI COMUNI MOBILIARI	72%

Fonte: Relazione Annuale Banca d'Italia, 1995 e 1996; Relazione Annuale Consob, 1996; dati Assogestioni.

¹ In miliardi di lire; dati al 31 dicembre 1996. - ² Tasso di crescita complessivo per il triennio 1997-99. Fonte: elaborazione IAMA su dati Banca d'Italia e previsioni Prometeia. - ³ Al 30 giugno 1996. - ⁴ In milioni di lire; dati al 30 giugno 1996. - ⁵ Stima su dati Assogestioni. - ⁶ Al 31 dicembre 1996.

Tendenze di natura industriale e organizzativa pongono grande enfasi sulla attività di gestione e sulla possibilità che questa aumenti la redditività degli intermediari (cfr. Tavola 2).

A questo riguardo, la concentrazione dell'attività in un'unica struttura consentirebbe, grazie alla sostanziale coincidenza dei "processi produttivi" dei due tipi di gestione, di sfruttare la presenza di economie dimensionali. Se invece, anche in seguito alla mancanza di un quadro regolamentare

(13) Fonte: Banca Fideuram, Osservatorio dei fondi comuni d'investimento.

(14) Fonti: stime su dati Assogestioni, Banca d'Italia, Consob.

comune, gli intermediari saranno obbligati a mantenere unità operative autonome e separate, si avrebbero inevitabili duplicazioni e sovrapposizioni.

Le dinamiche suddette inducono ad una riflessione che, partendo dalla definizione di *asset management* - con riguardo all'oggetto e alle caratteristiche economiche e giuridiche del servizio sottostante - verifichi opportunità e modalità di una definizione di un quadro regolamentare che spinga verso l'integrazione tra le due attività e presenti maggiori elementi di omogeneità nella tutela dell'investitore.

Tav. 2

**IL CONTRIBUTO DELL'ATTIVITÀ DI ASSET MANAGEMENT
ALLA REDDITIVITÀ DI ALCUNE BANCHE ITALIANE**

	1996	1998E	2000E
AMBROVENETO¹			
RICAVI DA ATTIVITÀ DI ASSET MANAGEMENT (MLD.)	171	450	606
- IN % DEL REDDITO OPERATIVO	5.9	15.1	18.8
- IN % DEL REDDITO ANTE-IMPOSTE	33.4	73.8	75.6
BANCA COMMERCIALE ITALIANA			
RICAVI DA ATTIVITÀ DI ASSET MANAGEMENT (MLD.)	156	349	471
- IN % DEL REDDITO OPERATIVO	2.3	4.9	6.1
- IN % DEL REDDITO ANTE-IMPOSTE	18.3	29.8	26.0
CREDITO ITALIANO			
RICAVI DA ATTIVITÀ DI ASSET MANAGEMENT (MLD.)	285	695	945
- IN % DEL REDDITO OPERATIVO	4.5	9.5	11.6
- IN % DEL REDDITO ANTE-IMPOSTE	25.2	31.7	34.4
IMI			
RICAVI DA ATTIVITÀ DI ASSET MANAGEMENT (MLD.)	305	456	512
- IN % DEL REDDITO OPERATIVO	16.3	22.5	22.6
- IN % DEL REDDITO ANTE-IMPOSTE	33.2	41.3	39.6
SAN PAOLO			
RICAVI DA ATTIVITÀ DI ASSET MANAGEMENT (MLD.)	261	659	825
- IN % DEL REDDITO OPERATIVO	5.9	8.5	10.2
- IN % DEL REDDITO ANTE-IMPOSTE	33.4	43.0	38.9

Fonte: Company Data/Morgan Stanley Dean Witter.

¹ Ambroveneto senza Cariplo. - E=Morgan Stanley Dean Witter Research Estimates.

III.2 IL CONTENUTO DELL'ATTIVITÀ DI *ASSET MANAGEMENT*

L'attività di *asset management* consiste nel compimento di una serie di scelte di investimento in strumenti finanziari da parte di un soggetto autorizzato per conto e nell'interesse dell'investitore. L'attività in parola avviene sulla base di una delega ad operare su fondi preventivamente conferiti dal cliente-delegante. Il soggetto delegato assume nei confronti del cliente-delegante un duplice impegno:

- a) agire nel rispetto delle indicazioni e dei limiti contenuti nel mandato gestorio;
- b) operare professionalmente.

Per l'esercizio di tale attività il gestore percepisce - da parte del cliente/investitore - una remunerazione determinata sulla base di criteri diversi⁽¹⁵⁾. I frutti dell'attività di *asset management* sono invece di esclusiva spettanza del cliente/investitore, il quale sopporta di contro il rischio di riduzione del valore del patrimonio conferito.

Gli elementi unificanti tra gestioni individuali e collettive, relativi al rapporto contrattuale sottostante, risiedono nell'attività di gestione delegata e nel mandato fiduciario, che connotano ambedue i servizi, e nel contenuto economico del contratto di gestione.

La delega, da un punto di vista economico, è finalizzata alla costruzione di un portafoglio efficiente. La costruzione di un portafoglio avviene in più fasi, che sono illustrate nel Riquadro 2.

E' interessante notare come la tripartizione delle fasi operative della costruzione di un portafoglio corrisponda anche ad una struttura organizzativa che si sta diffondendo nel mercato, e che prevede al vertice una società di gestione che svolge l'*asset allocation* e alla base le singole società prodotte. Se questa è la struttura organizzativa ottimale, risulta evidente la necessità che ciascuna delle tre fasi possa interessare tutte le forme di *asset management* svolte da un intermediario, siano esse individuali o collettive.

Occorre puntualizzare come nelle gestioni individuali, la costruzione di portafogli per singolo cliente sembra possibile solo oltre una soglia minima, sulla cui determinazione influiscono da un lato un fattore oggettivo (il limite al di sotto del quale la diversificazione è inefficiente) e dall'altro un fattore aziendale (il costo marginale di produzione di un servizio personalizzato).

(15) Tipicamente, le commissioni di gestione calcolate in percentuale dell'ammontare del patrimonio conferito e, talvolta, in ragione dei risultati conseguiti.

LE FASI DELLA COSTRUZIONE DEL PORTAFOGLIO

«La costruzione del portafoglio avviene in fasi successive in cui intervengono operatori con funzioni diverse.

- a) Gestori specialisti. Sono responsabili della costruzione di portafogli specializzati per mercati omogenei. Qui avviene la *stock selection* (scelta dei titoli che presentano le migliori opportunità di rendimento) e il *market timing* (capacità di individuare i punti di svolta nell'andamento dei prezzi). E' in questo segmento che si colloca normalmente l'attività di ricerca, che è una delle principali determinanti degli elevati costi fissi del settore. Le condizioni dei mercati moderni richiedono infatti di avere più specialisti per ciascuno dei principali segmenti (azionario, obbligazionario, derivati etc.) e per ciascuno dei principali settori produttivi di ciascun paese.
- b) Comitato di *asset allocation*. E' un *team* normalmente ristretto, responsabile delle indicazioni di carattere strategico (Italia vs. estero; azionario vs. obbligazionario; breve vs. lungo etc.). La maggior parte delle ricerche condotte dimostra che questa fase è responsabile dell'80-90 per cento della *performance* complessiva.
- c) *Team* di gestione. Ha il compito di adattare le indicazioni provenienti dall'*asset allocation* ai singoli prodotti (ad esempio i singoli fondi) e ai singoli clienti istituzionali e privati. Nel caso di prodotti collettivi, si tratta di adattare la composizione in ogni istante del portafoglio agli obiettivi generali fissati dal relativo regolamento e alle indicazioni provenienti dagli organi del fondo stesso. Nel caso dei clienti privati, si tratta di adattare la composizione del portafoglio a specifiche esigenze del cliente e alle indicazioni che questi di volta in volta fornisce sulla combinazione rischio-rendimento desiderata».

Fonte: M. Onado (1996), cit.

Le gestioni patrimoniali individuali si stanno inoltre orientando sempre più a utilizzare come componenti non singoli titoli, ma quote di fondi comuni, ossia "quote di portafogli efficienti". E' possibile così costruire combinazioni di portafogli adattabili alle specifiche esigenze del cliente. In teoria, le combinazioni possibili sono infinite; in pratica, si riconducono ad un numero abbastanza ristretto di "linee di investimento". Il grado di personalizzazione è dato non solo e non tanto dalla diversa composizione di ciascuna linea di investimento rispetto ai prodotti della gestione collettiva "semplice", quanto dalla variabilità nel tempo della composizione del portafoglio all'interno della stessa linea e dalla possibilità di muoversi da una linea di investimento all'altra in relazione a diversi obiettivi di investimento. Queste due opzioni offerte all'investitore sono alla base del rapporto fiduciario di delega e giustificano le commissioni che vengono riconosciute al gestore⁽¹⁶⁾.

Vi sono peraltro alcuni elementi che distinguono gestioni collettive e gestioni individuali di patrimoni. Rilevano in primo luogo i profili connessi alla proprietà dei titoli in cui è investito il patrimonio e la titolarità dei relativi diritti.

(16) *Situazioni non dissimili si realizzano anche per i clienti istituzionali, quanto più estese sono le esigenze di diversificazione. Si calcola che sia impossibile gestire efficientemente portafogli di dimensioni inferiori ai 30-40 miliardi. Sarebbe infatti necessario replicare la composizione dei fondi in ogni area e strumento di investimento. Anche in questo caso, la diversificazione e l'adattamento al profilo di rischio scelto dal cliente avviene spesso utilizzando fondi comuni.*

Per quel che riguarda le gestioni collettive infatti, la titolarità dei valori mobiliari è del fondo comune e i diritti inerenti ai titoli compresi nel fondo vengono esercitati dalla società di gestione "nell'interesse dei partecipanti all'investimento" (art. 4, legge 77/83); in relazione però al diritto di voto, il legislatore si è preoccupato di porre dei limiti all'influenza esercitabile dalle società di gestione sulle imprese partecipate, stabilendo sia dei limiti al possesso di azioni o quote con diritto di voto, sia il divieto di partecipare a sindacati di controllo.

Nel caso delle gestioni individuali la proprietà dei titoli è invece dell'investitore che è quindi titolare di tutti i diritti connessi con i valori mobiliari da lui acquisiti, sia economici che di tipo amministrativo.

In secondo luogo, si rinvencono alcune differenze in termini di rischio. Considerando una consueta tassonomia, si possono individuare tre macro-categorie di rischio connesso all'attività di intermediazione finanziaria: il rischio di controparte, il rischio di liquidità, ossia l'impossibilità temporanea di far fronte tempestivamente ed economicamente alle uscite di cassa, e il rischio finanziario, che riguarda la variazione delle variabili di mercato (tassi di interesse, tassi di cambio, e così via). L'attività di gestione del risparmio non è esposta al rischio di controparte, né a quello finanziario, dal momento che le variazioni del valore dell'attivo si riflettono immediatamente sul valore delle singole quote (nel caso di fondi comuni) e comunque si traslano integralmente sul risparmiatore. Viceversa è esposta al rischio di liquidità, connesso al caso in cui il flusso delle vendite delle quote rappresentative del fondo ecceda nell'unità di tempo quello degli acquisti; tale eventualità è in genere ben fronteggiata dalla regolamentazione.

Diverso è il caso delle gestioni individuali, ove, essendo il singolo investitore proprietario dei titoli, non si presentano quei profili di gestione della liquidità che il gestore collettivo deve invece tenere presente.

In entrambi i casi sul risparmiatore grava poi il rischio di frodi, nel senso che è esposto all'eventualità di subire comportamenti scorretti da parte dell'intermediario cui si è affidato.

Infine, sussistono alcune discriminanti e differenze "di prodotto", riconducibili al diverso "valore d'uso" per il risparmiatore di una gestione personalizzata rispetto ad un fondo comune. Ci si riferisce alla circostanza per la quale il risparmiatore che si rivolge ad un gestore di patrimoni individuali piuttosto che ad un gestore collettivo domanda un servizio con un più elevato grado di personalizzazione e maggiore possibilità di diversificazione.

III.3 PROFILI CRITICI DELLA REGOLAMENTAZIONE

L'attuale disciplina normativa e regolamentare presenta sostanziali differenze in relazione alle modalità di svolgimento dei servizi offerti, ed in particolare per quanto attiene a:

- i soggetti abilitati;
- la costituzione del rapporto contrattuale;

- le regole di comportamento;
- l'informativa agli investitori.

In sintesi, le differenze nelle disposizioni regolamentari discendono da una distinzione operata sul piano normativo: il legislatore ha concettualmente assimilato l'attività di gestione collettiva, tipicamente di fondi comuni di investimento, a "prodotti" sottoposti alla disciplina sulla sollecitazione, mentre l'attività di gestione di patrimoni individuali ad un processo produttivo che si concretizza in un servizio di investimento (così nel decreto 415/96).

Secondo la stessa opinione degli operatori, la normativa attuale conterrebbe «elementi di rigidità tali da rendere difficoltosa la realizzazione di strategie finalizzate ad accrescere l'efficienza dei servizi di gestione»⁽¹⁷⁾.

III.3.1 *I soggetti abilitati*

Nell'attuale disciplina nazionale, è prevista una riserva di attività che impedisce la costituzione di intermediari operanti in tutti i segmenti della gestione di portafogli. Infatti, la legge 77/83 (peraltro precedente alla distinzione, nell'ambito delle finalità della vigilanza, tra stabilità e correttezza) stabilisce che l'attività di gestione collettiva possa essere svolta solo da società di gestione di fondi comuni d'investimento, che non possono svolgere attività di gestione individuale. Analogamente la gestione individuale è riservata, dal decreto 415/96, alle banche e alle Sim. A parte si colloca l'attività di gestione delle risorse dei fondi pensione.

Tale impostazione risulta, per le ragioni sottolineate sopra, sempre meno adeguata alle esigenze operative del settore del risparmio gestito. Considerato il notevole rilievo quantitativo delle gestioni individuali, la segmentazione regolamentare ed operativa, tra le due forme di gestione, rappresenta un ostacolo alla ricerca di dimensioni economiche efficienti di particolare rilievo. Infine, l'esclusività dell'oggetto sociale rappresenta una caratteristica essenziale di una regolamentazione per prodotti, ormai in via di superamento in tutte le legislazioni nazionali.

Anche in sede europea si è recentemente messo in luce come un'armonizzazione diretta al prodotto finanziario (come quella contenuta nella direttiva sugli Oicvm del 1985) e non al fornitore del servizio abbia posto degli ostacoli alla concorrenza tra operatori dei diversi paesi comunitari⁽¹⁸⁾. La Commissione si va pertanto orientando verso un passaporto Europeo per i *fund managers* e l'estensione della loro attività. L'opinione della Commissione è riportata nel Riquadro 3.

(17) *ABI, Il gestore unico, Proposta di disciplina, settembre 1997, pag. 2.*

(18) *Si veda il working paper del X Gruppo di contatto in materia di Oicvm del giugno 1997.*

RIQUADRO 3

«Fund managers authorised under the 1985 Directive may not be allowed to provide other investment services, such as an individual portfolio management service, including the external management of pension funds (which is currently the preserve of banks, investment firms and insurance undertaking).

The Commission has been informed on a number of occasions by supervisory authorities, national associations and FEFSI that such a restrictive approach is no longer desirable as it does not correspond to the way in which markets are developing; it prevents economies of scale and the diversification of savings products. The Commission therefore believes that the moment is opportune to allow the centralisation of financial asset management for third parties in one single intermediary.

Fund managers should therefore be allowed to provide, in addition to the management of the assets of common funds and investment companies, financial portfolio management services on a client-by-client basis. As a consequence, Article 6 of the UCITS Directive would have to be modified. Both activities should be covered under one single authorisation for collective asset managers.

Such a solution would be consistent with the need to avoid conflicts of interest and to ensure the stability of the intermediary. Further, the fact that the activity of asset management would be centralised could make it easier to supervise».

Fonte: *Working paper* del X Gruppo di contatto in materia di Oicvm del giugno 1997.

I gestori italiani sono assoggettati ad una procedura autorizzativa complessa, che tra l'altro in alcuni casi non tiene conto se l'azionista di controllo è già un soggetto abilitato a svolgere attività di intermediazione: tre Autorità di controllo (Ministero del Tesoro, Banca di Italia e Consob) nel caso dei fondi comuni, due nel caso delle gestioni individuali, con tempi di approvazione piuttosto lunghi (quasi 200 gg. nel caso dei fondi; cfr. Tavola 3).

**TEMPI E PROCEDURE DI AUTORIZZAZIONE RELATIVE
ALLE GESTIONI INDIVIDUALI E COLLETTIVE**

	CONSOB	BANCA D'ITALIA	MINISTERO DEL TESORO
<u>GESTIONI INDIVIDUALI</u>			
AUT. ALL'ATTIVITÀ	180 GIORNI (MAX) ¹	90 GIORNI (MAX) ²	
<u>GESTIONI COLL. - FONDI</u>			
AUT. ALLA SOCIETÀ DI GESTIONE			50 GIORNI ³
AUT. AL PRODOTTO (TIPO DI FONDO)		86 GIORNI ³	
AUT. AL PROSPETTO	63 GIORNI ³		

¹ Per le Sim. - ² Per le banche. - ³ Dati medi rivenienti da un'indagine condotta da Assogestioni su un campione significativo di fondi.

III.3.2 *La costituzione del rapporto contrattuale*

La distinzione tra gestione individuale e gestione collettiva trova una prima manifestazione nella fase di apertura del rapporto contrattuale tra il cliente ed il gestore. In questo ambito, le esigenze di tutela informativa del cliente/investitore sono trattate in modo differenziato. Nel caso di gestioni collettive, il cliente/investitore stipula con la società di gestione un contratto di acquisto di quote, che è in allegato al prospetto informativo tipizzato nel contenuto e soggetto a preventiva approvazione da parte delle suddette Autorità di controllo. Giova sottolineare che per l'offerta del prodotto "quota del fondo comune", le caratteristiche personali dell'investitore (quali la situazione patrimoniale e reddituale, gli altri elementi personali, la sua propensione al rischio etc.) non rilevano⁽¹⁹⁾. In termini di regolamentazione, questa indifferenza alle caratteristiche personali dell'investitore viene compensata da un ampio dettaglio informativo nel prospetto e nel regolamento. Il controllo sull'effettivo rispetto di questo obbligo informativo - in termini di esattezza e completezza - è stato affidato all'intervento della Banca d'Italia e della Consob.

(19) Solo in caso di sollecitazione fuori sede esiste un obbligo di informativa al cliente del grado di rischio dell'investimento proposto. Tale obbligo ricade esclusivamente in capo al promotore finanziario (la cui attività è peraltro disciplinata autonomamente e indipendentemente dalla normativa sui prodotti di investimento collettivi).

Per converso, nel caso delle gestioni personalizzate, il legislatore si è preoccupato di disciplinare il rapporto pre-contrattuale della gestione "individuale" mediante l'imposizione di un obbligo - a carico del gestore - di una preventiva acquisizione delle informazioni relative alle caratteristiche personali del potenziale cliente-investitore. In aggiunta, i regolamenti Consob hanno disciplinato, in modo dettagliato, anche il contenuto del contratto di gestione "individuale", senza tuttavia prevedere il menzionato meccanismo di comunicazione preventiva.

III.3.3 *Le regole di comportamento*

In tema di gestioni «collettive», e nello specifico di fondi comuni di investimento mobiliare, la regolamentazione dei comportamenti trova attualmente attuazione nell'affermazione di un principio di carattere generale («la società di gestione provvede nell'interesse dei partecipanti agli investimenti ...») e nella definizione dei poteri di vigilanza e controllo demandati dalla legge essenzialmente alla Banca d'Italia, con la finalità di garantire la stabilità operativa delle società di gestione⁽²⁰⁾. Tra i diversi divieti e limitazioni nelle tipologie delle operazioni e nell'attività di investimento, solo quella relativa alla concentrazione per emittente attiene i profili di stabilità, mentre attraverso i vincoli sui titoli emessi o collocati da società facenti parte del gruppo di appartenenza della società di gestione, si consegue l'effetto di limitare i conflitti di interesse⁽²¹⁾. Regole di comportamento delle società di gestione sono state introdotte solo con la legge 1/91; tali regole impongono obblighi di comportamento alquanto limitati⁽²²⁾. Così, ad esempio, la tematica dei conflitti di interesse per le gestioni collettive trova esplicita disciplina nella sola imposizione del divieto di *churning* (ossia della moltiplicazione delle transazioni senza vantaggio per il cliente).

Per le gestioni individuali, gli interventi normativi di livello primario e secondario (leggi e regolamenti emanati dalla Consob) si sono prevalentemente focalizzati proprio sulla definizione di regole di comportamento volte ad assicurare sia il rispetto della correttezza operativa⁽²³⁾ nello

(20) *Art. 4 della legge 77/83.*

(21) *Il regolamento di Banca d'Italia prescrive i limiti posti all'attività di investimento in valori mobiliari di uno stesso emittente, in valori mobiliari non quotati, in parti di altri organismi di Oicvm, in titoli emessi o collocati da società del gruppo della società di gestione, in prodotti derivati.*

(22) *Cfr. art. 9, comma 14, lett. a), della legge 1/91.*

(23) *In una interpretazione più ampia delle regole di comportamento finalizzate ad assicurare la correttezza operativa dei gestori possono essere ricondotte quelle disposizioni dirette a disciplinare l'organizzazione interna (codificazione delle procedure operative adottate, istituzione di un data base sulle operazioni di investimento effettuate, l'istituzione della funzione di controllo interno, etc.). Anche per queste (segue...)*

svolgimento dell'attività (così ad esempio l'obbligo di disporre «l'esecuzione delle operazioni sulla base delle strategie generali di investimento preventivamente definite tenendo conto delle informazioni concernenti gli investitori, nonché delle disposizioni particolari impartite dai medesimi»), sia la «sterilizzazione» dei conflitti di interesse tra gestore e clienti, tramite il principio generale del *disclose or abstain*, rafforzato dalla preventiva autorizzazione da parte del cliente per singola operazione (regola generale che ha trovato nella disciplina dell'attività di gestione individuale in quote di fondi comuni alcune semplificazioni operative).

Per un confronto tra le regole di condotta relative a gestioni individuali e collettive, si veda la Tavola 4. Si sottolinea come, qualora venissero estese ai fondi comuni le regole previste dalla gestione individuale, il divieto di discriminazione fra clienti, previsto dal decreto 415/96, dovrebbe essere applicato al gestore unico.

TAV. 4

REGOLE DI CONDOTTA

	FONDI COMUNI	GEST. INDIVIDUALI
PRINCIPIO DELLA <i>BEST EXECUTION</i>	NO	SI ⁽³⁾
ATTIVITÀ IN CONFLITTO DI INTERESSI:		
- <i>DISCLOSE OR ABSTAIN</i> /PREVENTIVA AUTORIZZAZIONE	NO	SI ⁽³⁾
- LIMITI AD INVESTIMENTI NEL GRUPPO	SI ⁽²⁾	SI ⁽³⁾
DIVIETO DI DISCRIMINAZIONE FRA CLIENTI	NO	SI ⁽³⁾
DIVIETO DI MOLTIPLICAZIONE DELLE TRANSAZIONI SENZA VANTAGGIO PER LA CLIENTELA	SI ⁽¹⁾⁽³⁾	SI ⁽¹⁾⁽³⁾
<i>PERSONAL DEALING</i> *	NO	SI ⁽³⁾

* Un'impresa d'investimento deve predisporre adeguate misure e prescrizioni affinché i propri dipendenti agiscano correttamente nello svolgimento della loro attività professionale nel momento in cui interessi personali risultino coinvolti.

LEGENDA - SI: previsto da normativa; (1): Legge; (2): Regolam. Banca d'Italia; (3): Regolam. Consob.; NO: non previsto da leggi e/o regolamenti.

Se è vero che l'elemento fiduciario è presente in ambedue le forme di gestione, ma assume maggior rilevanza in quelle collettive, l'attività di gestione di patrimoni comporta numerosi problemi di disciplina dei comportamenti, sostanzialmente comuni. Si segnalano:

(23) (...segue)
si segnala una difformità di regolamentazione fra le gestioni collettive e quelle individuali, nel senso di una mancata previsione regolamentare per le gestioni collettive.

- a. rispetto degli indirizzi (in termini di obiettivi di investimento, limitazione del rischio, e così via) della gestione indicati nel contratto;
- b. autonomia e correttezza nel processo di assunzione delle scelte di investimento per ciascun cliente, nell'ambito delle «linee» e dei «limiti»;
- c. controllo sui possibili conflitti d'interessi, sempre nel rispetto delle linee e dei limiti (inserimento nei patrimoni gestiti titoli di propria emissione o emessi da un soggetto appartenente al proprio gruppo o di titoli dallo stesso collocati o collocati da società appartenenti al proprio gruppo; utilizzo delle disponibilità finanziarie giacenti nei conti gestiti per sostenere o deprimere il prezzo di un titolo di una società legata da rapporti di affari al proprio gruppo);
- d. rispetto dei limiti di investimento sui valori mobiliari non trattati nei mercati regolamentati o sugli strumenti derivati e/o relativi ad altre operazioni particolarmente rischiose;
- e. rispetto del divieto di impegnare il cliente oltre il patrimonio conferito in gestione;
- f. corretta rendicontazione delle operazioni effettuate.

Con riguardo alle differenze esistenti nelle disposizioni disciplinanti l'esercizio dell'attività di gestione nelle due fattispecie considerate, occorre rilevare la diversità degli obiettivi della regolamentazione - come conseguenza dell'impostazione per la quale le gestioni collettive sarebbero assimilate a "prodotti" e le gestioni individuali a servizi d'investimento - e dei modelli di vigilanza.

III.3.4 *L'informativa agli investitori*

La disciplina degli obblighi di informativa dei clienti/investitori da parte dei gestori collettivi e individuali differisce con riferimento alle modalità di rilascio (solo su richiesta del cliente nel caso di gestione collettiva, obbligatoriamente da parte dell'intermediario nel caso delle gestioni individuali), alla tempistica (annuale e semestrale nel caso di gestioni collettive, almeno trimestrale nel caso di gestioni individuali), nonché al contenuto dell'informativa (nel caso delle gestioni collettive il rendiconto periodico è strutturato essenzialmente alla stregua di un bilancio, nel caso di gestioni individuali il rendiconto comprende anche il dettaglio delle operazioni effettuate).

La Tavola 5 descrive gli adempimenti informativi relativi alle gestioni individuali e alle gestioni di fondi comuni. Ove non vi è una esplicita previsione normativa in relazione agli adempimenti individuati, intervengono spesso meccanismi di autodisciplina, da parte del mercato, o di autotutela, da parte dell'investitore. E' il caso, ad esempio, del frazionamento dei rischi e dell'investimento in titoli non quotati per le gestioni individuali, nonché del *benchmark* per i fondi comuni.

NORME REGOLAMENTARI SULLA TRASPARENZA

	FONDI COMUNI	GEST. INDIVIDUALI
<u>TRASPARENZA SUGLI INVESTIMENTI</u>		
CONOSCENZA PREVENTIVA DEL RISCHIO DELL'INV.	SI	SI
FRAZIONAMENTO DEL RISCHIO (LIMITI AGLI INV.)	SI	NO
STANDARDIZZAZIONE LINEE D'INVESTIMENTO	SI	NO
INVESTIMENTO IN TITOLI NON QUOTATI	BASSO	NO
<u>TRASPARENZA SU COSTI E ONERI</u>		
NEGOZIABILITÀ DEL LIVELLO DELLE COMM. DI GESTIONE	NO	NO
CONOSCENZA PREVENTIVA DELLE COMM. DI GESTIONE	SI	NO
CONOSCENZA SUCCESSIVA DELLE COMM. DI NEGOZIAZIONE	NO	SI ¹
<u>TRASPARENZA E CONTROLLI SUI RISULTATI</u>		
<i>BENCHMARK</i>	NO	SI

¹ Salvo nel caso di operatività in conto proprio.

LEGENDA - SI: normativa (primaria/Reg. Consob/Reg. Banca d'Italia); NO: non previsto da leggi e/o regolamenti.

III.3.5 *Un breve confronto con le altre legislazioni*

In materia di regole di condotta, un confronto internazionale, riportato nella Tavola 6, evidenzia, in primo luogo, una sostanziale uniformità tra le regole generali di correttezza previste dagli ordinamenti francese, inglese ed italiano nelle gestioni individuali; emerge una tutela dell'investitore italiano assai minore per quanto concerne le gestioni collettive, per le quali viene fissato il solo divieto di *churning*.

**CONFRONTO TRA LE REGOLE DI CONDOTTA PER LE GESTIONI
IN ITALIA, FRANCIA, GRAN BRETAGNA (UK), SPAGNA**

VOCI	ITALIA		FRANCIA		UK		SPAGNA	
	GEST. IND.	GEST. COLL.	GEST. IND. E COLL.	GEST. IND. E COLL.	GEST. IND.	GEST. COLL.		
A) <u>REGOLE GENERALI DI CORRETTEZZA</u>								
1. PRINCIPIO DELLA <i>BEST EXECUTION</i>	SI	NO	SI	SI	SI	SI	SI	SI
2. ATTIVITÀ IN CONFLITTO D'INTERESSE	SI	NO	SI	SI	SI	SI	SI	SI
3. DIVIETO DI DISCRIMINAZIONE FRA CLIENTI	SI	NO	SI	SI	SI	SI	SI	SI
4. DIVIETO DI MOLTIPLICAZIONE DELLE TRANSAZIONI SENZA VANTAGGIO PER LA CLIENTELA	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
5. <i>PERSONAL DEALING</i> ¹	SI	NO	SI	SI	SI	SI	SI	SI
6. <i>DEALING AHEAD OF PUBLISHED RESEARCH</i> ²	SI	NO	SI	SI	SI	SI	SI	SI
B) <u>REGOLE SULL'INFORMATIVA DA FORNIRE AL CLIENTE</u>								
1. DOCUMENTO/PROSPETTO INFORMATIVO	NO	SI	SI ³	SI ⁴	SI	SI	SI	SI
2. CONTRATTO SCRITTO ⁵	SI	SI	SI ⁶	SI ⁶	SI	SI	SI	NO
3. INFORMATIVA CONTINUA SU NATURA, RISCHIO E IMPLICAZIONI DELLE OPERAZIO- NI DA PORRE IN ESSERE	NO	NO	GENERICA ⁷	GENERICA ⁷	SI	SI	SI	GENERICA
4. INFORMATIVA DISCRETA SU OPERAZIONI POSTE IN ESSERE	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
C) <u>REGOLE SU INFORMAZIONI DA ACQUISIRE</u>								
1. SUL CLIENTE (PROPENSIONE AL RISCHIO, SITUAZIONE FINANZIARIA, OBIETTIVI DI INVESTIMENTO)	SI	NO	SI	SI	SI	SI	SI	NO
2. SU EMITTENTI E STRUMENTI	GENERICHE ⁸	NO	GENERICHE ⁹	GENERICHE ⁹	SI	SI	SI	NO

¹ Si veda la nota * della Tavola 4. - ² Divieto di utilizzo per conto proprio delle informazioni riservate tratte da studi effettuati dall'impresa di investimento. - ³ Prima dell'introduzione della legge 96/597 era previsto uno schema-tipo di mandato in forma standardizzata; la normativa attuale prevede invece solo la presenza, all'interno del contratto, di una serie di clausole obbligatorie che contengono le informazioni fondamentali da fornire al cliente. - ⁴ Per le gestioni collettive, è previsto uno schema di prospetto informativo; nel caso di gestioni individuali, è previsto un *investment advertisement*, il cui contenuto è soggetto alle regole di condotta fissate dall'IMRO - *Investment Management Regulatory Organization*. - ⁵ Si fa riferimento sia al contratto con il quale viene conferita la gestione sia alla sottoscrizione di quote di un organismo di investimento collettivo. - ⁶ Le norme fanno riferimento ad una "convenzione scritta" solo nel caso di gestioni individuali. - ⁷ Il cliente deve essere preventivamente messo a conoscenza del rischio insito in una determinata operazione. - ⁸ Il gestore deve acquisire una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi, nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire. - ⁹ Il Regolamento Cob 96-03 stabilisce che il gestore deve fornire al cliente le informazioni utili al fine di prendere una decisione d'investimento in piena cognizione di causa; inoltre, devono essere trasmesse al cliente tutte le informazioni necessarie sulla gestione di portafoglio effettuata. - ¹⁰ L'impresa di investimento deve acquisire le informazioni necessarie a rendere edotto il cliente del rischio "sostanziale" che una determinata transazione comporta.

Per quanto concerne l'informativa da fornire al cliente, vi è una sostanziale uniformità: in tutti e tre i paesi tale informazione è di tipo "discreto", ossia viene fornita tramite rendiconti periodici,

e riguarda le operazioni già poste in essere; un'informativa di tipo "continuo" sulle operazioni da effettuare, è invece - seppur genericamente - prevista in Francia e Gran Bretagna, relativamente al solo livello di rischio di tali operazioni. L'informativa pre-contrattuale è normalmente contenuta all'interno del prospetto informativo per le gestioni collettive e nell'ambito del contratto per le gestioni individuali: in caso di gestioni collettive viene infatti previsto uno schema di prospetto, mentre il documento informativo relativo alle gestioni individuali è molto meno standardizzato, e non è previsto nel caso italiano.

Infine, per quanto concerne le regole sulle informazioni da acquisire relative ai clienti, esse sono sostanzialmente omogenee per Francia, Gran Bretagna e, se si considerano le sole gestioni individuali, per l'Italia: si fa infatti riferimento agli obiettivi, all'esperienza in materia di investimento e alla situazione finanziaria del cliente; non è invece prevista alcuna regola, nel nostro ordinamento, per le gestioni collettive.

III.3.6 *Il raggiungimento degli obiettivi di correttezza e trasparenza attraverso il benchmark*

Si discute sull'opportunità di introdurre nelle gestioni patrimoniali un adeguato strumento di informazione finanziaria, quale il *benchmark*, cioè un indice che rappresenti i profili di rischio-rendimento riferibili alle singole linee di investimento delle gestioni sia collettive che individuali.

Nella bozza di regolamento che sostituirà l'8850/94, la Consob ha richiesto uno schema di comunicazione dei risultati di gestione in cui, accanto al rendimento di periodo, deve essere evidenziata con chiarezza la variazione del parametro di riferimento.

Essendo l'attività di gestione per sua natura controllabile soltanto *ex-post*, si ritiene che il *benchmark* costituisca lo strumento primario per la valutazione della capacità gestoria da parte del cliente e quindi per una adeguata informativa all'investitore.

I punti a favore della previsione di un *benchmark* per gli investitori sono i seguenti:

- 1) *identifica* il prodotto: si sintetizza in modo rigoroso ciò che altrimenti è poco definito;
- 2) *misura* la bravura del gestore ("*performance attribution*") che non può più fare riferimento al parametro "più comodo" per il confronto;
- 3) *evidenzia* il contributo dell'*asset allocation*;
- 4) *facilita* i controlli dell'Autorità in materia di rispetto della parità di trattamento degli investitori: l'armonia (i rendimenti devono essere simili, a meno dell'effetto diversificazione) dei risultati sulle singole componenti di portafoglio è facilmente verificabile;
- 5) *incentiva* i gestori a cambiare lo "stile di gestione": più *asset allocation* e *stock selection*, meno *market timing*;
- 6) *rende* difficile l'uso di commissioni di *performance* "distorte", del tipo indice dei prezzi al consumo;

- 7) *favorisce* una maggiore concentrazione dell'industria: il gestore debole non ha coraggio di fare scelte forti contro il *benchmark* e tende ad "appiattirsi" su di esso⁽²⁴⁾;
- 8) *offre* un punto di riferimento *ex-ante* per l'indicazione degli obiettivi del cliente e dunque delle strategie relative; si tratta di una fase indispensabile per fornire al gestore le linee guida essenziali (in questo senso è anche il modo per seguire la regola fondamentale del *know your customer*);
- 9) *rappresenta* uno strumento di marketing che consente al gestore di evidenziare di quanto "si allontanano" dalla media di mercato e/o di prodotto.

La definizione di un *benchmark* è elemento qualificante di ogni tipo di attività di gestione patrimoniale e influenza operativamente la costruzione e la gestione di un portafoglio. La scelta del *benchmark* dipende dagli obiettivi che una gestione deve realizzare⁽²⁵⁾.

III.4 PROPOSTE DI RIFORMA

La disciplina attuale in materia di risparmio gestito non sembra essere la più adeguata a salvaguardare la competitività degli intermediari italiani; inoltre, le analogie esistenti tra le due tipologie di gestioni determinano esigenze di trasparenza e correttezza piuttosto simili.

Tenuto conto anche dei recenti orientamenti comunitari, dovrebbero venir meno le riserve di attività, in modo da consentire l'introduzione della figura del gestore unico, cioè di un intermediario abilitato ad esercitare contestualmente le due forme di gestione⁽²⁶⁾.

Tale intermediario dovrebbe costituire la sintesi tra le varie società di gestione di fondi comuni (aperti, chiusi, mobiliari, immobiliari) oggi previste dalla legislazione e le Sim che prestano unicamente il servizio di gestione individuale di patrimoni. Al nuovo intermediario dovrebbe, pertanto, essere riservata in esclusiva la prestazione del servizio di gestione collettiva e consentita

(24) *Una gestione indicizzata può essere sia passiva che attiva. Nel primo caso si tenterà di riprodurre la performance del benchmark; nel secondo si cercherà di ottenere una performance migliore di quella del benchmark. Nella prima circostanza, l'obiettivo sarà quello di riprodurre la composizione del benchmark: il problema consisterà nel minimizzare il numero di componenti utilizzati e quindi i costi di gestione. Nel secondo caso, si vorrà riprodurre un portafoglio la cui composizione si discosti da quella del benchmark, al fine di ottenere un risultato di gestione migliore di quello ottenuto dal benchmark medesimo.*

(25) *Ad esempio, un prodotto quale un fondo pensione richiede in primo luogo un approccio strutturato alla definizione degli obiettivi. Una possibile funzione obiettivo per un fondo pensione potrebbe essere la seguente: massimizzare il valore del portafoglio "garantendosi" (in senso statistico) un rendimento non inferiore ad un livello minimo (target). La scelta del target deve essere compatibile con le condizioni di mercato e ogni valore assegnato al target avrà una diversa probabilità di verificarsi. Tale probabilità rappresenta il grado di certezza statistica con il quale lo si intende "garantire": non è un impegno "legale", ma un obiettivo il cui raggiungimento ha una data probabilità di essere realizzato.*

(26) *Si veda l'Appendice A per una disamina della disciplina francese relativa al "gestore unico".*

la prestazione del servizio di gestione individuale. Le Sim e le banche, dal canto loro, potrebbero invece continuare a prestare la gestione individuale, unitamente agli altri servizi di investimento.

Tale modifica regolamentare dovrebbe ovviamente avvenire in modo da garantire la neutralità della scelta organizzativa dell'intermediario, lasciandogli la facoltà di scegliere tra mantenere separate le due tipologie di gestione, o unificarle all'interno di un'unica struttura organizzativa.

La scelta di una maggiore uniformità della disciplina relativa alle gestioni individuali e collettive investe anche i profili di trasparenza e di correttezza, considerato che tali profili sembrano ricevere, al momento, una minore attenzione in Italia rispetto a quanto previsto negli altri paesi europei.

Il principio della vigilanza per finalità trova infatti al momento un'attuazione parziale, in quanto limitata alle gestioni individuali; è quindi opportuno pervenire ad una ridefinizione delle competenze tra Autorità di vigilanza, in modo da realizzare una ripartizione dei controlli (da un lato in materia di stabilità, dall'altro in materia di trasparenza e correttezza), indipendentemente dall'intermediario che svolge il servizio di gestione. L'introduzione della figura del gestore unico consentirebbe di facilitare e di razionalizzare tale ripartizione di competenze.

Inoltre, affinché la vigilanza in materia di correttezza e trasparenza possa essere espletata nella maniera più efficace possibile, la regolamentazione della struttura organizzativa degli intermediari, dei controlli interni e dei flussi informativi tra i diversi settori dell'organizzazione aziendale dovrebbe essere definita congiuntamente dalla Banca d'Italia e dalla Consob. Trattasi infatti di norme cosiddette "prudenziali", esplicitamente richiamate dalla direttiva 93/22⁽²⁷⁾, di contenuto eterogeneo, non direttamente riconducibili né alla correttezza, né alla stabilità, con la finalità di assicurare il regolare andamento degli affari in senso lato. Numerose di queste norme si caratterizzano per la circostanza di possedere un elevato valore "diagnostico" della capacità dell'intermediario di far fronte ai propri obblighi, di correttezza come di stabilità. La loro genesi risale peraltro alla direttiva BCCI e quindi alla vigilanza sugli intermediari creditizi.

Dalla menzionata eterogeneità segue che l'organizzazione amministrativa e contabile, i controlli interni e i flussi informativi tra i diversi settori organizzativi dell'impresa sono materia di comune interesse delle Autorità che rispettivamente vigilano sulla stabilità e sulla correttezza e dovrebbero essere oggetto di adozioni provvedimentali d'intesa tra la Banca d'Italia e la Consob.

Tutti gli aspetti enumerati risultano pertanto di fondamentale importanza anche a fini di trasparenza e correttezza, oltre che di stabilità. Solo rigorose disposizioni regolamentari potranno garantire la tutela dell'investitore ed evitare potenziali rischi di conflitti d'interesse, particolarmente elevati nel caso di gestioni individuali svolte da banche e Sim.

(27) *Cfr. in particolare l'art. 10.*

IV. LA GESTIONE DI PATRIMONI COLLETTIVI

IV.1 PROBLEMI DI STABILITÀ NEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

Tra gli operatori del mercato finanziario che svolgono attività di *asset management*, i fondi comuni si distinguono dagli altri intermediari per le modalità economico-patrimoniali che connotano la loro attività e il loro operato: i rischi di investimento sono infatti assunti direttamente dai risparmiatori, dal momento che le variazioni dell'attivo del fondo si riflettono immediatamente sul valore delle singole quote. Inoltre, il patrimonio del fondo è investito seguendo il principio di diversificazione, prevalentemente in titoli quotati; le caratteristiche di illiquidità tipiche dell'attivo delle banche sono pertanto meno rilevanti. E' ovvio che il mancato rispetto, da parte del gestore, dei limiti d'investimento, configura un caso di *mala gestio* o di comportamento non conforme e non rappresenta la manifestazione di un rischio finanziario. A motivo di ciò, i sistemi di regolamentazione delle gestioni patrimoniali collettive attribuiscono una vera e propria centralità alle norme di trasparenza, informativa e corretto comportamento, volte a tutelare i diritti degli investitori, piuttosto che a quelle di stabilità.

Vi sono stati negli ultimi anni casi di crisi di fondi comuni, che hanno sollevato l'interrogativo se, anche per i fondi, potessero rilevare profili di stabilità.

Tali casi si riferiscono, per quanto riguarda gli Stati Uniti, all'intervento del Paine Webber Group per ripianare le perdite - derivanti da operazioni in derivati - del proprio fondo obbligazionario a breve termine; all'acquisto da parte della Barnett Bank, con un premio di circa 100 milioni di dollari, dell'investimento in derivati detenuti dal proprio fondo Emerald Prime Fund; all'iniezione di liquidità operata dalla Bank America nei confronti dei fondi Pacifico Horizon Government e Pacifico Horizon Prime Money Market, appartenenti allo stesso gruppo. In Europa si è verificato il caso Morgan Grenfell, una società di gestione inglese appartenente al gruppo Deutsche Bank, i cui fondi comuni si sono resi responsabili di gravi irregolarità nella gestione: in particolare, non sono stati attuati i controlli necessari ad accertare che il fondo fosse gestito correttamente, soprattutto a riguardo del mancato rispetto dei limiti previsti per gli *unit trusts* o di quelli contenuti nel Regolamento del fondo, relativi ad investimenti in titoli non quotati o alla soglia massima di investimento in una singola società. Tale comportamento ha causato ingenti perdite per i risparmiatori; i relativi fondi sono stati sospesi dalla stessa società di gestione e hanno ripreso l'attività solo dopo l'intervento della Deutsche Bank, che ha acquistato dai fondi medesimi titoli per un valore di circa 180 milioni di sterline. Infine, sul mercato finanziario di Hong Kong è avvenuto il caso relativo a Fleming Flagship Fund Sicav, una Sicav multicompartimentale di diritto lussemburghese, appartenente al gruppo Fleming, che in seguito ad irregolarità nella gestione, relative a carenze nei sistemi e nelle procedure delle operazioni di negoziazione - tendenti a favorire il gestore ed un cliente a scapito di altri - e a irregolarità nella retrocessione delle commissioni

percepita da un *broker*, ha riportato perdite (che hanno riguardato anche investitori italiani), ripianate in seguito grazie all'intervento di soggetti del gruppo⁽²⁸⁾.

I casi citati sono dovuti o a comportamenti fraudolenti o a marcato deprezzamento del portafoglio investito. Mentre questa seconda tipologia può essere contrastata con le regole sui limiti agli investimenti, la prima - il comportamento fraudolento - richiede l'introduzione di regole di condotta specifiche.

IV.2 LE REGOLE E I PROFILI DI CONDOTTA E DI TRASPARENZA

Le regole di trasparenza e di corretto comportamento in materia di gestioni collettive di patrimoni si rivengono con riferimento a due momenti portanti: il primo è relativo alla fase che precede l'investimento; il secondo allo svolgimento dell'attività di gestione. Nella prima fase, in particolare, si rilevano norme di trasparenza e di informativa volte al potenziale investitore; nella seconda, oltre a tali disposizioni, si evidenziano veri e propri diritti dell'investitore. Nella trattazione che segue ci si soffermerà nello specifico sugli aspetti di informativa e di trasparenza nelle due fasi⁽²⁹⁾.

I principi e le norme che costituiscono il nucleo della disciplina di tutela dell'investitore in materia di informativa trovano in ambito comunitario una dettagliata trattazione, i cui contenuti

(28) *Non rientra, invece, tra i casi di crisi di fondi comuni il caso Barings, in quanto esso riguarda una società, la Baring Futures (Singapore) Pte Limited (BFS), sussidiaria di Barings plc, che effettuava operazioni di trading soprattutto in financial futures e in alcune opzioni su tali futures (p. 7 del Rapporto del Board of Banking Supervision, "Inquiry into the circumstances of the collapse of Barings", 1995). Inoltre, tale società finanziava le proprie operazioni tramite fondi provenienti da altre società del gruppo, che svolgevano attività di trading e di gestione individuale, e dalla Baring Brothers & Co., che svolgeva attività di merchant banking (p. 92 del Rapporto). Il rapporto non tratta affatto, invece, della società di asset management del gruppo, la Baring Asset Management Limited (BAM), in quanto non ritenuta rilevante ai fini dell'indagine (p. 4 del Rapporto).*

(29) *Non sono ovviamente solo queste le norme che sovrintendono all'attività propria degli organismi di gestione collettiva dei patrimoni. Le direttive comunitarie 85/611 e 88/220 (di seguito per brevità direttiva Oicvm - in quanto la seconda modifica la prima), già recepite dal nostro ordinamento, enucleano non solo gli obblighi in materia di informazione nei confronti degli investitori, ma anche altri principi relativi alle norme di comportamento che tali intermediari devono osservare, con riferimento per esempio alle regole riguardanti le informazioni da acquisire sul cliente, le regole sui conflitti di interesse, le norme prudenziali in materia di organizzazione e contabilità, valori mobiliari e liquidità della clientela. Si veda E. Pagnoni e L. Piatti, "Gestione di patrimoni e tutela degli investitori", *Quaderni di Finanza Consob*, n. 19, 1997.*

sono ormai già stati recepiti da tutti gli ordinamenti nazionali⁽³⁰⁾. La direttiva Oicvm dedica la VI sezione agli obblighi relativi all'informazione ai partecipanti al fondo; segnatamente, la società di gestione, per ognuno dei fondi che gestisce, deve pubblicare:

- un prospetto;
- una relazione annuale per ogni esercizio;
- una relazione semestrale.

Detti documenti devono essere inviati alle Autorità competenti.

La direttiva dispone inoltre uno schema di contenuto minimo del prospetto, che deve almeno riportare le informazioni necessarie affinché gli investitori di capitale possano formulare un giudizio fondato sull'investimento che viene loro proposto. La struttura del documento informativo si compone di due parti: l'una relativa alle informazioni concernenti il fondo comune, l'altra relativa al gestore⁽³¹⁾.

Con riferimento alla relazione annuale e a quella semestrale, la società di gestione deve rendere disponibile per ogni esercizio un bilancio che dettagli lo stato patrimoniale secondo alcune voci specifiche⁽³²⁾: il numero delle quote in circolazione, il valore netto di inventario per quota, il dettaglio del portafoglio titoli e l'indicazione dei movimenti dell'attivo dell'Oicvm durante il periodo

(30) *Come si vedrà in seguito, in Francia, la Sicav o la società di gestione deve pubblicare una nota informativa sintetica per collocare le quote o le azioni dei fondi e tenere a disposizione dei richiedenti il bilancio annuale e la relazione semestrale. Il prospetto deve contenere indicazioni circa i limiti agli investimenti in derivati, la società di gestione e il suo management, le commissioni, il valore dell'attivo. In Inghilterra il prospetto deve contenere le informazioni rilevanti (material) al fine di consentire agli investitori di valutare esaurientemente l'opportunità e i rischi dell'investimento. In Germania il prospetto informativo deve includere tutte le informazioni che rendano possibile all'investitore una scelta consapevole, nonché il regolamento del fondo. Inoltre, a richiesta il potenziale investitore può ottenere il bilancio e la semestrale. E' prevista un'esenzione dall'obbligo di prospetto per i fondi speciali - Spezialfond - avendo questi la peculiarità di non essere destinati al pubblico, ma agli investitori istituzionali.*

(31) *Nella prima parte, si ricordano tra le disposizioni più rilevanti quelle relative alla menzione della natura e delle principali caratteristiche delle quote, quali la natura del diritto che la quota rappresenta - reale, di credito o d'altro - e il regime del diritto di voto dei partecipanti; quelle riguardanti le modalità di emissione e/o di vendita e di riacquisto o di rimborso delle quote, nonché le circostanze in cui il riacquisto o il rimborso può essere sospeso; infine, le norme che prescrivono l'indicazione degli obiettivi di investimento del fondo e quelle relative alle modalità, all'importo e al calcolo delle remunerazioni a carico del fondo che sono a profitto della società di gestione, del depositario o di terzi, e dei rimborsi di ogni spesa effettuati dal fondo alla società di gestione, al depositario o a terzi. Per ciò che riguarda il secondo gruppo di informazioni, relative alla società di gestione, la direttiva prescrive che siano menzionati nel prospetto informativo tutti i dati rilevanti della società, quali denominazione, data di costituzione, eventuale gestione di altri fondi, capitale sottoscritto, identità e funzioni dei membri degli organi amministrativi, direttivi e di controllo, con l'espressa menzione delle principali attività rilevanti esercitate da queste persone al di fuori della società.*

(32) *Valori mobiliari, altri valori relativi a titoli di credito previsti dalle norme sugli investimenti del fondo, saldo bancario, altre attività, passivo, valore netto di inventario (corrispondente al patrimonio netto).*

di riferimento, nonché una tavola comparativa relativa agli ultimi tre esercizi. In merito alla relazione e ai dati semestrali, vigono obblighi informativi analoghi, anche se con dettaglio più semplificato⁽³³⁾.

I fondi comuni di investimento italiani si caratterizzano per una disciplina che, anche in virtù di quanto prescritto in sede comunitaria, enfatizza gli aspetti di trasparenza e di informativa da rivolgere all'investitore e al mercato. Per essi infatti è stato istituito un regime di informazioni atto a consentire al sottoscrittore di disporre, sia in via preventiva che consuntiva, di un insieme di notizie piuttosto ampio.

La legge e i regolamenti Banca d'Italia e Consob, in particolare, hanno definito i documenti che devono essere forniti al partecipante e il contenuto essenziale degli stessi.

Il sottoscrittore deve avere a disposizione il prospetto informativo e il regolamento di gestione del fondo; sono inoltre previsti il libro giornale, il prospetto di calcolo, la relazione semestrale e il rendiconto annuale. Contenuti e finalità del prospetto informativo sono sintetizzati nel Riquadro 4.

IV.3 ALCUNE VARIABILI "CRITICHE" NELL'INFORMATIVA ALL'INVESTITORE

IV.3.1 *Natura del fondo e politiche di investimento*

I fondi comuni vengono ripartiti secondo i loro "stili" che rappresentano un primo e importante riferimento per evidenziare sinteticamente le loro caratteristiche di investimento. Le classificazioni adottate contribuiscono a delineare i tratti distintivi delle tipologie dei fondi, fornendo un indispensabile strumento conoscitivo e costituendo un parametro di confronto tra fondi diversi molto utilizzato dal mercato. Negli ultimi anni, sulla spinta dell'operato di alcune associazioni di categoria nazionali e internazionali, si è cercato di individuare parametri comuni che permettessero di ricondurre le classificazioni dei singoli paesi a criteri omogenei, pur nella loro generalità⁽³⁴⁾.

(33) *La direttiva Oicvm è al momento attuale oggetto di un intervento di revisione su vari aspetti. In materia di informativa, la Commissione ha evidenziato, nel documento che costituisce la base per i lavori (EC/A new strategy for collective investment undertakings, working paper Doc. XV/3017/97), l'importanza di fornire agli investitori non professionali informazioni selezionate, attraverso la redazione di un prospetto semplificato. Più in generale, la Commissione sottolinea come, con riferimento alle regole a tutela dell'investitore, sia necessario introdurre una cornice comune da seguire in materia di conflitti di interesse, ripartizione dei rischi, chinese walls, requisiti di trasparenza.*

(34) *Si vedano i risultati di una recente indagine internazionale sulla classificazione dei fondi comuni di investimento, Assogestioni, "La classificazione dei fondi comuni di investimento", 1997.*

CONTENUTI E FINALITÀ DEL PROSPETTO INFORMATIVO NELLA DISCIPLINA NAZIONALE

«Il prospetto informativo è il principale strumento conoscitivo del fondo e viene redatto secondo uno schema individuato dalla Consob. Nei suoi contenuti essenziali, esso informa il sottoscrittore sulla natura giuridica del fondo e sulle funzioni svolte dalla banca depositaria e dai soggetti che procedono al collocamento. Si compone sostanzialmente di una prima sezione relativa al fondo comune, che contiene la denominazione del fondo, la sua durata e le sue caratteristiche. In particolare, si evidenzia se il fondo distribuisce o meno i proventi e quale tipo di investimenti intende effettuare. Le politiche di investimento sono approfondite nel regolamento allegato al prospetto. E' inoltre inserito un paragrafo in cui si evidenziano i rischi connessi all'acquisto delle quote del fondo, relativamente, in particolare, al tipo di investimento che viene effettuato. Una seconda sezione riguarda le modalità di sottoscrizione e di rimborso delle quote. Il prospetto rinvia in questa sede al regolamento per ciò che concerne i temi delle commissioni da pagare all'atto della sottoscrizione, delle commissioni di gestione addebitate al fondo e degli altri oneri previsti a carico dei partecipanti o del fondo stesso. Il prospetto stesso riporta integralmente il regolamento del fondo, da cui in particolare si evincono lo scopo e le caratteristiche del fondo, ossia le sue previste politiche di investimento (vengono qui descritte le modalità attraverso le quali verrà gestito il patrimonio del fondo, indicando in particolare i settori verso i quali verranno indirizzati gli investimenti), i trasferimenti di quote e gli eventuali contratti collaterali. Infine, il prospetto contiene due allegati (denominati "fogli notizie" A e B): il primo fornisce informazioni sulla società di gestione (sono qui indicati i dati che consentono di capire il gruppo al quale fa capo la società di gestione), sui soggetti che procedono al collocamento e sulla banca depositaria; il secondo riporta i limiti agli investimenti fissati dalla legge o dai regolamenti della Banca d'Italia (Cfr. Istruzioni di vigilanza di Banca d'Italia, Regolamentazione degli investimenti del fondo comune, ottobre 1993) e le agevolazioni previste per gli investitori.

Il regolamento di gestione è il documento mediante il quale l'assemblea ordinaria della società di gestione istituisce il fondo. Esso contiene tutte le informazioni che l'investitore è tenuto a rilevare e che al momento della sottoscrizione dichiara di conoscere. Tra le principali si ricordano, oltre alla denominazione e durata del fondo, le spese e gli oneri a carico del medesimo, della società di gestione e dei partecipanti, i dati relativi alle provvigioni, le modalità di partecipazione al fondo, i criteri relativi alla ripartizione degli investimenti e alla determinazione dei proventi di gestione, la possibilità di investire in quote di altri fondi gestiti dalla società di gestione e da altre ad essa collegate. Infine i partecipanti al fondo hanno diritto di ottenere gratuitamente copia della relazione semestrale e del rendiconto annuale. Questi due documenti elencano nel dettaglio tutti i titoli in cui il fondo ha investito le sue disponibilità e contengono anche una relazione degli amministratori di commento all'andamento del periodo di riferimento e delle politiche di gestione attuate. Sia i due rendiconti citati che il prospetto di calcolo, contenente l'indicazione del valore unitario delle quote di partecipazione e del valore complessivo netto del fondo comune, devono essere tenuti a disposizione del pubblico nella sede della società di gestione. L'ultimo rendiconto e l'ultima relazione annuale vanno allegati ad ogni prospetto informativo.».

Fonte: Piatti e Susi (1997), cit..

Anche in Italia, l'associazione di categoria (Assogestioni) al fine di consentire una immediata percezione della tipologia dei singoli fondi in relazione alle scelte di investimento degli stessi, ha elaborato una classificazione sulla base di parametri quantitativi relativi alle politiche di gestione, che definisce attualmente diciannove tipologie diverse, raggruppate in tre categorie base - azionari, bilanciati e obbligazionari⁽³⁵⁾. L'associazione sottolinea la valenza informativa della classificazione

(35) *L'ultima revisione di tale classificazione, datata maggio 1995, ha enfatizzato la crescente specializzazione dei fondi per area geografica, per settore merceologico e anche per la diversa scadenza o durata dei titoli in portafoglio.*

dei fondi, che permette al risparmiatore di identificare in primo luogo le caratteristiche principali di ciascun fondo nei termini di categoria di appartenenza e contribuisce a evitare la comparazione del rendimento di fondi disomogenei. Da un'analisi condotta su un campione di fondi e sui relativi rendiconti gestionali allegati ai prospetti⁽³⁶⁾ e finalizzata a verificare la rispondenza tra i criteri suggeriti da Assogestioni - sulla base dei quali i fondi assumono una certa denominazione e dichiarano l'obiettivo della loro gestione - e le effettive scelte di investimento effettuate, è emerso che le categorie prefissate riescono a spiegare piuttosto bene il comportamento, in termini di politiche di investimento, dei fondi appartenenti a ciascuna classe. Analogamente, una recente ricerca sui fondi comuni azionari italiani⁽³⁷⁾ ha concluso, attraverso l'utilizzo di tecniche di *cluster*, che la corrispondenza tra la classificazione in uso presso il mercato e la griglia che emerge sulla base dell'analisi condotta risultava soddisfacente.

Nell'esperienza statunitense è stata invece rilevata una debole significatività delle differenze tra tipologie di fondi, in termini sia di portafoglio che di rischio⁽³⁸⁾.

Si deve far cenno della tendenza da parte del mercato ad utilizzare le categorie delle classificazioni per evidenziare profili di rischio/rendimento dei fondi. Pur non intendendo approfondire tale tematica, si espongono al proposito tre brevi considerazioni. In primo luogo, non risultando "massimo" sul piano pratico il grado di omogeneità dei fondi per ogni classe, non sembra proponibile quale indicatore di rischio l'uso della classi medesime. Secondariamente, anche nell'ipotesi di una maggiore omogeneità intraclassa, l'appartenenza ad una determinata categoria non può fornire la misura esclusiva del rischio di un fondo. Esistono, come si accennerà tra breve, altri strumenti ed indicatori a questo scopo elaborati. In terzo luogo, sempre nell'ipotesi che le classificazioni siano dotate di intrinseca omogeneità, il loro utilizzo a fini di analisi del rischio richiederebbe una accurata riflessione sulla adeguatezza della loro configurazione rispetto all'obiettivo⁽³⁹⁾.

(36) *Piatti e Susi, 1997, cit.*

(37) *Cesari e Panetta, "Style, Fees and Performance of Italian Equity Funds", luglio 1997.*

(38) *Brown e Goetzman, "Mutual Fund Styles", unpublished paper, 1995.*

(39) *A solo titolo di esempio, si consideri che, nel caso della vigente classificazione nazionale, tra un fondo che investa in titoli tecnologici quotati al Nasdaq e un fondo che investa in altri comparti del mercato borsistico statunitense vi sono presumibilmente diverse prospettive di crescita e di volatilità, eppure ambedue i fondi sarebbero collocati nella medesima categoria (azionari specializzati America).*

Ancora in materia di trasparenza nell'informativa dei fondi comuni italiani, si è verificato se al sottoscrittore viene proposto un quadro sintetico delle politiche realizzate. I prospetti non contengono informazioni a tal proposito, ma rinviano ai rendiconti semestrale e annuale, che riportano il prospetto di sintesi del patrimonio investito, la ripartizione del portafoglio secondo mercati di contrattazione e settori di attività economica, la sezione reddituale e l'elenco sintetico dei titoli detenuti in portafoglio. Una lunga serie di informazioni utili, che, peraltro, a causa della sua dimensione, rischia di scoraggiare la lettura da parte dell'investitore. 41 fondi su 65 (si veda la Tavola 7) forniscono nella relazione degli amministratori ai rendiconti periodici alcuni commenti descrittivi di sintesi sulle politiche di investimento effettuate e sull'evoluzione della composizione del patrimonio nel periodo considerato. Per quanto questo tipo di informativa di sintesi non possa sostituire l'informazione dettagliata e completa che ogni rendiconto deve riportare, essa pare efficace ed opportuna per facilitare l'immediatezza della presa d'atto da parte del sottoscrittore delle politiche effettivamente realizzate dal fondo e consentirgli un più agevole confronto con i propri obiettivi di impiego del risparmio.

TAV. 7

**PROFILI DI INFORMATIVA NELLE RENDICONTAZIONI DI UN CAMPIONE
DI 65 FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO ITALIANI**

FONDI	TOTALE FONDI	INFORMAZIONI NELLA RELAZIONE ALLA SEMESTRALE E AL RENDICONTO ANNUALE SULLE POLITICHE DI INVESTIMENTO	INDICAZIONE DI UN BENCHMARK PER IL CALCOLO DELLE COMMISSIONI DI INCENTIVAZIONE	INDICAZIONE DI UN BENCHMARK PASSIVO O DI UN PARAMETRO DI RIFERIMENTO PER LA VALUTAZIONE DELLE PERFORMANCE
AZIONARI	30	17	20	0
BILANCIATI	10	8	3	0
OBBLIGAZIONARI	25	16	9	0
TOTALE FONDI DEL CAMPIONE	65	41	32	0

Fonte: Prospetti informativi, regolamenti, relazioni semestrali e rendiconti annuali 1995/1996. I dati indicano il numero di fondi che inseriscono le informazioni di cui alle colonne (Piatti e Susi, 1997).

IV.3.2 *Gli indicatori di rischio/performance*

La stampa specializzata, nello stilare le classifiche di *performance* tra i singoli fondi comuni, utilizza criteri tra loro molto diversi, riferiti a periodi temporali non comparabili e non sempre

corretti per il rischio finanziario del portafoglio sottostante. Le analisi delle *performance* dei fondi comuni presentate dalla stampa economica e dalle società specializzate nel nostro paese, per esempio, si fondano su indicatori di vario tipo, più o meno sofisticati (per un'elencazione e una descrizione di tali indicatori, si veda l'Appendice B).

Questi indicatori e le classifiche che ne nascono hanno più volte indotto le società di gestione a lamentare distorsioni e inefficienze informative sul settore.

I prospetti informativi nazionali non prevedono la comunicazione da parte delle società di indicatori di rischio/rendimento degli investimenti effettuati e l'investitore si affida pertanto agli indici elaborati dalla stampa e da soggetti esterni per valutare detti profili relativamente ai diversi fondi. Tuttavia, alcune società di gestione indicano nel prospetto informativo dei fondi da loro gestiti un *benchmark* di riferimento. Ancora dalla ricerca prima citata, emerge che 32 fondi sui 65 del campione di riferimento utilizzano un indice per il calcolo delle commissioni di incentivazione⁽⁴⁰⁾, mentre nessun fondo tra quelli facenti parte del campione inserisce un parametro di riferimento di tipo gestionale o commerciale. Alcune società di gestione (i cui fondi non fanno parte del campione considerato), nella sezione relativa allo scopo e alle caratteristiche del fondo, indicano un parametro di riferimento per le loro politiche di investimento⁽⁴¹⁾. Si è comunque distanti dall'inserimento nel prospetto di un vero e proprio indicatore del profilo di rischio/rendimento che caratterizza un prodotto rispetto ad un indice di mercato. E' peraltro noto che molte società che forniscono servizi di gestione patrimoniale, sia individuale che collettiva, nel processo di *asset allocation* e di definizione del portafoglio efficiente delle attività rischiose, utilizzano sia tecniche di *portfolio benchmark* (a livello gestionale), sia *benchmark* passivi (in funzione di criteri di natura commerciale).

Tuttavia, l'identificazione di un *benchmark* di riferimento individuato a priori non è semplice. Nell'industria dei fondi comuni di investimento, soprattutto nei paesi in cui la cultura del

(40) *Esso può essere, a seconda dei regolamenti e della tipologia del fondo, il tasso di inflazione, il rendimento dei BOT, l'andamento dell'indice di Borsa o un vero e proprio benchmark, ossia un parametro misto in genere elaborato in funzione del tipo di fondo. Sull'argomento relativo alle commissioni di incentivazione e all'utilizzo di parametri di riferimento per il loro calcolo, sono molti gli aspetti critici che vengono in considerazione. Per citarne solo alcuni, si va dalla valutazione della loro stessa congruità (in particolare nel caso in cui vengano a sommarsi alle normali commissioni di sottoscrizione e di gestione) al fatto che non sempre l'indice di riferimento rappresenta realmente un benchmark da battere a cui commisurare le commissioni di incentivo. Si pensi al caso in cui il sottoscrittore sia tenuto a pagare una commissione di incentivo ove la variazione della quota superi l'indice Istat dei prezzi al consumo. Questo valore risulta facilmente superabile dai fondi obbligazionari e monetari che investono in titoli italiani.*

(41) *Vi sono per esempio prospetti che riportano indicazioni in merito alla ripartizione degli investimenti sulla base del peso che i diversi paesi hanno nell'indice delle borse mondiali M.S.C.I. o che i diversi titoli hanno nell'indice di borsa MIB30.*

benchmarking è più avanzata, sono le stesse società di gestione a definire e rendere esplicito il parametro utilizzato a livello gestionale⁽⁴²⁾. Negli Stati Uniti, al momento, né da parte delle associazioni di settore, né da parte della Sec, è stato raccomandato o imposto l'uso di un *benchmark* specifico: al gestore viene lasciata la scelta del parametro più adatto ad ogni fondo, sulla base del mercato in cui opera le sue scelte di investimento.

Assogestioni ha recentemente posto allo studio, coadiuvata da una società di consulenza statunitense, un sistema di riferimento per la misurazione delle *performance* dei fondi comuni di investimento, definito quale «piano per la definizione di un *benchmark* e parametri di riferimento per la comunicazione esterna»⁽⁴³⁾. Assogestioni ha peraltro accantonato, per il momento, tale progetto: la principale obiezione che è stata sollevata dagli operatori del mercato è che l'estrema diversificazione dei prodotti esistenti all'interno delle diverse categorie dei fondi comuni rende difficile l'individuazione di un parametro che possa fornire un ragionevole punto di riferimento per le *performance* di ciascun fondo della stessa categoria. Le motivazioni di Assogestioni sulla mancata introduzione sono riportate nel Riquadro 5.

(42) *Una ampia analisi su metodi e problemi della presentazione delle performance è contenuto nel Quaderno Assogestioni, "Standard di presentazione delle performance. Manuale AIMR", n. 17, 1997, recentemente pubblicato in Italia da Assogestioni e al quale si rinvia per gli opportuni approfondimenti.*

(43) *Ne è stata data notizia dalla stessa Associazione nei primi mesi del 1997. La società di consulenza è la Intersec Research Corporation. Il progetto era relativo alla messa a disposizione delle società di gestione di fondi azionari di un modello di misurazione che, attraverso l'uso di algoritmi precisi, consentisse di chiarire gli elementi che stanno alla base del processo di misurazione della performance. In particolare, per i tipi di campione di portafogli da elaborare, i parametri di riferimento, le dimensioni rilevanti dei portafogli oggetto di analisi, i tipi di rendimento, l'allocazione degli attivi e l'analisi dell'attribuzione da utilizzare. Era inoltre prevista una metodologia di raccolta dei dati e di inserimento nel campione della liquidità, dei dividendi e dei derivati.*

LA POSIZIONE DI ASSOGESTIONI SUL *BENCHMARK*

«Si deve riconoscere che nella comunicazione con i risparmiatori il confronto con un *benchmark* adeguato rappresenta un importante strumento di informazione e di educazione finanziaria. Tuttavia è meglio evitare una sindrome da confronto troppo frequente con il *benchmark* e essere invece a conoscenza delle politiche di gestione che possono avere portato ad eventuali rendimenti inferiori, ad esempio quelle più prudenti attuate allo scopo di ridurre la volatilità. Uno specifico lavoro, recentemente avviato da Assogestioni, è teso alla individuazione di *benchmark* corretti per la valutazione del risultato dei fondi.

Le ragioni fin qui esposte e gli ampi margini di oscillazione nella composizione degli "*assets*" previsti dalla classificazione per alcune categorie hanno fatto ritenere non opportuna l'elaborazione diretta di indici da proporre come *benchmark* delle singole categorie.

E' stato invece considerato più utile un esame degli indici disponibili sul mercato in relazione alla loro comparabilità con i portafogli dei fondi d'investimento.

Si tratta, dopo un'analisi dettagliata, di individuare le caratteristiche da modificare, segnalandole agli enti che elaborano tali indici o, dove non fossero presenti indicatori sufficientemente rappresentativi, di proporre la costruzione di nuovi.

La finalità del lavoro che stiamo conducendo è quella di indicare alle società di gestione, ai risparmiatori e a coloro che si occupano della divulgazione dei rendimenti, gli indici più efficienti per la valutazione dei risultati dei fondi comuni, lasciando alle peculiarità dell'analisi di volta in volta effettuata la composizione più opportuna di tali indici per il confronto con i portafogli dei singoli fondi o delle diverse categorie della classificazione.».

Fonte: G. Cammarano in *Il Sole 24 Ore*, 28 maggio 1997.

In materia di informativa relativa a profili di rischio/rendimento, risulta particolarmente interessante la disciplina esistente negli Stati Uniti, e le relative proposte di riforma elaborate dalla Sec: attualmente, tali informazioni sono fornite sotto forma di grafici e tabelle, che illustrano il rendimento del fondo per ciascuno dei dieci esercizi precedenti, e mostrano il rendimento medio annuo relativo all'ultimo, agli ultimi cinque e agli ultimi dieci esercizi, paragonato all'andamento di un indice di mercato adeguato rispetto alla tipologia di fondo considerata.

Tale impostazione è stata mantenuta nel progetto di riforma, così come è stata mantenuta una valutazione di tipo descrittivo del rischio proprio del portafoglio del fondo, in base alle strategie di investimento prevalenti. Inoltre, viene richiesto di illustrare l'eventuale rischio relativo ad una scarsa diversificazione del fondo, e il rischio caratteristico di alcune tipologie di fondi. Non sono state invece prese in considerazione misure del rischio di tipo quantitativo, in quanto ritenute di difficile comprensione per l'investitore.

IV.3.3 *Le commissioni*

Il livello delle commissioni⁽⁴⁴⁾ che un fondo comune pone a carico dell'investitore rappresenta, insieme alla *performance* e al rischio del fondo stesso, uno degli elementi fondamentali sulla base dei quali effettuare la scelta d'investimento.

La direttiva Oicvm, nel definire il contenuto minimo del prospetto, stabilisce che devono essere indicati «gli oneri relativi alle operazioni di vendita, di emissione, di riacquisto e di rimborso delle quote», nonché «le modalità, l'importo ed il calcolo delle remunerazioni a carico del fondo che sono a profitto della società di gestione, del depositario o di terzi (...)».

La normativa nazionale prevede, all'art. 2, lett. f) e g) della legge 77/83, che il regolamento del fondo, che costituisce parte integrante del prospetto, stabilisca: «le spese a carico del fondo e quelle a carico della società di gestione, indicandole specificamente (...); la misura o i criteri di determinazione delle provvigioni spettanti alla società di gestione e degli oneri a carico dei partecipanti per la sottoscrizione e il rimborso delle quote». In particolare, nel regolamento del fondo sono indicate le percentuali o le somme in misura fissa relative alle commissioni di sottoscrizione e di rimborso, e le percentuali relative alle commissioni di gestione e di incentivazione.

Non viene invece data un'indicazione del livello delle commissioni di negoziazione, se non quella che tali commissioni sono (normalmente) a carico del fondo (e quindi dei sottoscrittori).

Il problema dell'informativa relativa alle commissioni di negoziazione, già presente per i fondi che investono esclusivamente (o prevalentemente) sul mercato italiano, è particolarmente marcato per i fondi che investono in mercati esteri: in quei mercati, cosiddetti *quote-driven*, nei quali la remunerazione dell'intermediario è rappresentata dalla differenza tra il prezzo di vendita e il prezzo di acquisto (*bid-ask spread*) e non da una quota percentuale dell'ammontare delle

(44) *Le commissioni possono essere classificate secondo le seguenti tipologie:*

- *commissioni di sottoscrizione: rappresentano i costi di entrata nel fondo e sono normalmente commisurate all'ammontare lordo delle sottoscrizioni, con una percentuale decrescente all'aumentare della somma investita; costituiscono un costo "ammortizzabile", la cui incidenza decresce nel corso degli anni;*
- *commissioni di rimborso: anch'esse, quando presenti, possono essere considerate un costo ammortizzabile, con il vantaggio, in termini finanziari, di essere pagate in un momento successivo;*
- *commissioni di gestione: costituiscono la remunerazione del gestore, e vengono calcolate normalmente sulla base di una percentuale (annua) rapportata giornalmente al valore complessivo netto del fondo;*
- *commissioni di incentivazione: sono una remunerazione aggiuntiva a favore della società di gestione, e prevedono un incremento della commissione di gestione nel caso in cui il risultato periodico superi un parametro di riferimento (ad esempio, il tasso di inflazione o l'indice generale di borsa); anch'esse sono di solito stabilite in percentuale del valore complessivo netto del fondo;*
- *commissioni di negoziazione: oneri, a carico del Fondo, relativi all'attività di compravendita dei titoli svolta da intermediari finanziari per conto del gestore.*

negoziazioni, è praticamente impossibile individuare il livello di commissioni di negoziazione a carico del fondo (e quindi dei sottoscrittori).

Inoltre, il livello delle commissioni di negoziazione può determinare l'insorgere di conflitti d'interesse, nella misura in cui la società di gestione ricorra, per l'attività di compravendita dei titoli, in misura prevalente a soggetti appartenenti al proprio gruppo, o ponga in atto dei comportamenti non efficienti per gli investitori, sotto forma di maggiori commissioni alle quali non corrisponda un eguale miglioramento delle *performances*⁽⁴⁵⁾.

Infine, non sono finora emersi casi di *soft commission*⁽⁴⁶⁾, anche se non si può escludere che il fenomeno abbia una certa diffusione. Le *soft commission* hanno già richiamato l'attenzione delle Autorità di altri paesi che hanno provveduto a disciplinarle, come documentato nell'Appendice C. Complessivamente il livello di trasparenza sulle commissioni appare insufficiente.

IV.4 ASPETTI DI RILIEVO NELL'ESPERIENZA INTERNAZIONALE

IV.4.1 *L'informativa contenuta nei prospetti*

In materia di contenuto minimo del prospetto informativo, gli ordinamenti nazionali hanno ormai da tempo e in gran parte recepito i principi comunitari; tuttavia, la disciplina del prospetto, nella prassi regolamentare e applicativa, non sembra essere così omogenea come ci si potrebbe attendere.

La Tavola 8 descrive il contenuto informativo dei prospetti dei fondi comuni consegnati dalle società di gestione ai sottoscrittori in Italia, Francia e Gran Bretagna, così come è emerso dall'analisi di un campione di prospetti.

(45) *Si tratta del cd. fenomeno di churning, in cui, cioè il volume delle negoziazioni viene fatto crescere "ad arte" senza che a ciò corrisponda una maggiore efficienza della gestione.*

(46) *Meccanismo in base al quale, in occasione di un'operazione di borsa, il broker che agisce sul mercato non conserva la totalità delle commissioni di intermediazione che percepisce, ma ne versa una parte all'intermediario che gli ha passato l'ordine, solitamente una società di gestione di fondi comuni. La retrocessione della parte di commissioni eccedente quella di negoziazione non avviene in forma monetaria, ma il broker eroga direttamente servizi o studi e analisi di mercato.*

I PROSPETTI INFORMATIVI IN UN CONFRONTO INTERNAZIONALE¹

	ITALIA	FRANCIA ²	UK
N. PAGINE	15 - 20 ³	1	10-15 ⁴
INFORMAZIONI SU SOC. DI GESTIONE	SI	PARZIALE ⁵	PARZIALE ⁵
INFORMAZIONI SU POLITICHE DI INVESTIMENTO	SI	SI	SI
INFORMAZIONI SU RENDIMENTI	SI ⁶	NO	SI
INFORMAZIONI SU RISCHIO	DESCRITTIVA	DESCRITTIVA	DESCRITTIVA E QUANTITATIVA
INFORMAZIONI SU COMMISSIONI	SI	SI	SI

¹ Si fa riferimento al contenuto informativo di un campione di prospetti. - ² Si fa riferimento alla sola "Notice d'information". - ³ Esclusi Allegati e Appendici. - ⁴ Numero medio di pagine che abitualmente caratterizza il prospetto consegnato al cliente. - ⁵ Rispetto al contenuto minimo del prospetto stabilito dalla direttiva 85/611/CEE. - ⁶ Contenute in Allegato al prospetto.

E' possibile osservare, in primo luogo, una differenza, in termini di dimensione del documento informativo, tra i prospetti inglese e italiano e la "Notice d'information" francese, costituita da una sola pagina rispetto alle oltre 15 pagine dei documenti informativi relativi ai primi due paesi⁽⁴⁷⁾.

Il confronto relativo all'informativa fornita mostra che il documento francese, nella sua sinteticità, non fornisce, rispetto agli altri, alcune informazioni sulla società di gestione e sul livello dei rendimenti passati, e dà solo un'informazione generica sul rischio, come del resto quello italiano.

I due prospetti inglese e italiano sono abbastanza simili come struttura e hanno anche un contenuto informativo analogo: il documento inglese non fornisce, peraltro, informazioni approfondite sulla società di gestione. Tuttavia, esso prevede un'informazione più esauriente di quello italiano in termini di rischio/rendimento, in quanto dà un'indicazione quantitativa del rischio (rappresentata dall'appartenenza a classi di rischio) e contiene il dato relativo al rendimento annualizzato del fondo negli ultimi 5 anni e dal momento della sua costituzione.

(47) Si fa riferimento alla "Notice d'information", il documento che deve essere fornito obbligatoriamente agli investitori; questi ultimi hanno a disposizione la "note d'information" completa - molto più simile ad un prospetto italiano - nonché l'ultimo documento periodico, presso la sede della società di gestione e presso le sedi locali delle istituzioni che curano la sottoscrizione delle quote, e possono ottenere tali documenti su richiesta.

Infine, l'informativa relativa alle commissioni è piuttosto simile nei tre paesi, anche se il prospetto inglese è caratterizzato da una maggiore completezza⁽⁴⁸⁾.

La Sec ha recentemente elaborato alcune proposte di modifica della disciplina relativa al contenuto del prospetto e, più in generale, agli adempimenti informativi in capo alle società di gestione di fondi comuni mobiliari di tipo aperto (*mutual funds*), che sono tuttora all'esame degli operatori.

Tali proposte sono finalizzate a rendere l'informativa relativa ai fondi più efficace, flessibile e rispondente alle esigenze degli investitori: si tende, sotto questo aspetto, ad eliminare quegli elementi informativi che possano risultare inutili o di difficile lettura, sia snellendo il contenuto del prospetto, sia introducendo un nuovo documento informativo più agile e sintetico, che diventerebbe quello fornito obbligatoriamente agli investitori, mentre il prospetto potrebbe essere ottenuto su richiesta (una descrizione completa delle proposte di modifica avanzate dalla Sec è contenuta nell'Appendice D).

IV.4.2 Autorizzazione all'attività e sanzioni

In Gran Bretagna, i direttori, i gestori e il personale operativo di una società di gestione che effettuino l'attività di investimento o di consulenza agli investitori devono essere registrati individualmente presso l'IMRO - *Investment Management Regulatory Organization* o la SFA - *Securities and Futures Authority*⁽⁴⁹⁾ e devono possedere alcuni requisiti di competenza, esperienza e professionalità sanciti da leggi e regolamenti.

Nel caso in cui si verificano, in capo a tali soggetti, violazioni delle norme di condotta previste dal Sib o dalle stesse SRO's - *Self Regulatory Organizations* di riferimento, i procedimenti sanzionatori - che vanno dal comminare multe fino al radiare dall'albo di appartenenza - possono riguardare gli stessi individui, oltre che la società per cui prestano attività.

In Francia, benché la procedura autorizzativa riguardi le sole società di gestione, e non anche i gestori individuali, sono previste, in caso di violazione delle regole di condotta stabilite dal

(48) Infatti, nel prospetto inglese, sotto la voce "bid-offer initial spread" vengono indicati, oltre alle commissioni di sottoscrizione, anche i costi relativi all'attività di negoziazione titoli e all'incidenza fiscale; in tal modo, si dà all'investitore un'indicazione complessiva dei costi a carico del fondo (escluse le commissioni di gestione, che sono peraltro descritte separatamente). Inoltre, l'incidenza di ciascuna tipologia di commissioni viene anche illustrata concretamente tramite un esempio, basato su un'ipotesi di livello di investimento e di tasso di rendimento del fondo.

(49) I nuovi assetti di vigilanza inglesi, che prevedono un sostanziale ridimensionamento delle diverse istituzioni di autoregolamentazione del mercato, vedranno il Sib svolgere tale ruolo.

Regolamento Cob 96-03, sanzioni disciplinari anche nei confronti dei singoli gestori, oltre che della società e dei suoi legali rappresentanti (si veda l'Appendice A).

I provvedimenti sanzionatori vanno da un semplice "richiamo" fino alla interdizione (temporanea o definitiva) dall'attività di gestione per le persone fisiche e all'annullamento dell'autorizzazione o alla dissoluzione della società nel caso di persone giuridiche.

In Italia, sono le società di gestione ad essere autorizzate a svolgere l'attività e sono non i singoli gestori ma gli amministratori, i sindaci, i revisori e i direttori generali ad essere eventualmente sottoposti a procedure disciplinari. Una responsabilità individuale del gestore potrebbe essere sancita attraverso un diverso *iter* autorizzativo, riferito sia al soggetto che alla società. In ogni modo, sarebbe opportuno quantomeno prescrivere in capo ai soggetti gestori l'ottemperanza di alcuni requisiti minimi di professionalità e competenza nello svolgimento dell'attività di gestione.

IV.5 PROPOSTE DI RIFORMA

Dall'analisi comparata, svolta sia a livello di confronto tra gestioni individuali e collettive, sia con riguardo ad altre esperienze internazionali, emerge come sia opportuno adottare, per quanto concerne la disciplina nazionale dell'attività di gestione collettiva di patrimoni, una regolamentazione più snella e più flessibile, con un capovolgimento dell'attuale impostazione che attribuisce alla normativa primaria un ruolo prevalente.

Inoltre, l'informativa obbligatoria trasmessa agli investitori deve essere quanto più possibile sintetica e standardizzata, in modo da consentire a questi ultimi di individuare con facilità ed immediatezza i dati più rilevanti, e quindi di accrescere il grado di intelligibilità e compatibilità, nonché il contenuto informativo dei relativi documenti.

A questo riguardo, le proposte avanzate dalla Sec, relative all'adozione di un documento informativo obbligatorio molto più sintetico del prospetto, e comunque al ridimensionamento di quest'ultimo, appaiono condivisibili: tale documento, nonché il prospetto nella sua parte iniziale, dovrebbe contenere una serie di informazioni standardizzate relative alle politiche e alla composizione degli investimenti, a profili di rischio-rendimento, al livello delle commissioni.

Per quanto concerne gli indicatori di rischio/*performance*, potrebbe risultare utile fornire agli investitori, sotto forma di grafici e tabelle, informazioni relative al rendimento del fondo, che consentano anche di effettuare un confronto con l'andamento, nel corso degli anni, di un *benchmark* di riferimento, trovando modalità di salvaguardia per i fondi neo-costituiti. Non sembra invece opportuno introdurre, all'interno del prospetto, indicatori specifici di rischio di tipo quantitativo, la cui interpretazione risulterebbe abbastanza difficoltosa per la maggior parte degli investitori.

Inoltre, sarebbe necessario addivenire a una modifica dello schema di rendicontazione in materia di commissioni di negoziazione, che permetta di migliorare la relativa informativa e quindi di eliminare, o quantomeno di ridurre in maniera significativa, il rischio di conflitti d'interesse. In particolare, per quanto concerne il fenomeno delle *soft commission*, dovrebbe essere adottata, per evitare l'insorgere di ulteriori costi per i risparmiatori, una regolamentazione simile a quella presente nei paesi anglosassoni, che prevede da un lato un'informativa completa e trasparente riguardo la presenza di *soft commission*, dall'altro l'obbligo che comunque la retrocessione di tali commissioni avvenga in una forma che conferisca utilità al risparmiatore e totale trasparenza.

V. LE POLIZZE ASSICURATIVE VITA E A CAPITALIZZAZIONE

V.1 TENDENZE DEL MERCATO E CARATTERISTICHE DEI PRODOTTI

Il ramo vita dei prodotti assicurativi ha fatto registrare in Italia, negli ultimi anni, un notevole sviluppo, anche grazie alla differenziazione e all'ampliamento del portafoglio di prodotti offerti: i premi incassati dalle compagnie di assicurazione, per quanto riguarda il ramo vita, sono cresciuti da circa 12.000 miliardi di lire a fine 1992 ad oltre 22.000 miliardi alla fine del 1995 (Tavola 9)⁽⁵⁰⁾.

In particolare, alcuni prodotti presentano una prevalente componente finanziaria, che li rende fortemente contigui a strumenti di investimento. Si fa riferimento alle cosiddette gestioni separate e alle operazioni di capitalizzazione. Questi prodotti hanno avuto un sensibile sviluppo negli ultimi anni: in particolare, i premi relativi ad operazioni di capitalizzazione sono aumentati da circa 550 miliardi nel 1992 ad oltre 3.600 miliardi nel 1995 (il 16,3 per cento del totale dei premi del ramo vita) (Tavola 9).

TAV. 9

**PREMI INCASSATI DALLE COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE DEL RAMO VITA
DISTINTE PER CATEGORIA
(IMPORTI IN MILIARDI DI LIRE CORRENTI, DATI DI FINE ANNO)¹**

CATEGORIE DI ASSICURAZIONE	1991	1992	1993	1994	1995
ORDINARIE	8445 (80,6)	10185 (83,4)	12487 (83,9)	15043 (82,0)	17054 (75,8)
COLLETTIVE	1410 (13,4)	1392 (11,4)	1483 (9,9)	1618 (8,8)	1753 (7,7)
POPOLARI	91 (0,9)	81 (0,7)	70 (0,5)	59 (0,3)	48 (0,2)
CAPITALIZZAZIONE	539 (5,1)	553 (4,5)	850 (5,7)	1627 (8,9)	3672 (16,3)
TOTALE	10484 (100)	12211 (100)	14890 (100)	18347 (100)	22506 (100)

Fonte: Statistiche trimestrali Isvap.

¹ Il dato fra parentesi indica l'incidenza della singola categoria sul totale del mercato.

I contratti fondamentali relativi al ramo assicurativo vita sono sostanzialmente cinque. Di questi, due riguardano il solo caso di morte: la compagnia paga il capitale assicurato solamente nel caso in cui la morte dell'assicurato avvenga in un arco di tempo prestabilito; tali contratti sono

(50) Il dato a fine 1996 ammonta ad oltre 26.000 miliardi.

definiti assicurazioni (vita) per il caso di morte. Altri due tipi di contratto prevedono il pagamento (o i pagamenti) del capitale assicurato solo nel caso in cui l'assicurato sia in vita a scadenze prestabilite, e sono definiti assicurazioni "per il caso di vita". Infine, la quinta tipologia viene chiamata "mista" perché prevede l'impegno della compagnia sia per il caso di vita che per quello di morte.

Oltre a queste cinque tipologie, le compagnie praticano anche una "tariffa di capitalizzazione", che prevede semplicemente la corresponsione del montante finanziario dei versamenti effettuati - detratte le spese - e che quindi non ha alcun elemento aleatorio, ad eccezione del tasso di interesse al quale viene effettuata la capitalizzazione.

Il contratto di capitalizzazione⁽⁵¹⁾, non avendo dunque alcun legame con eventi connessi con la vita umana, ha un contenuto puramente finanziario; in altri termini, l'assicuratore non assume un rischio demografico, ma soltanto un rischio di investimento delle somme pagate a titolo di premio. A tal fine, è necessario, tuttavia, che il premio sia unico; se infatti il premio viene corrisposto in più soluzioni, la durata della vita può incidere sulla prestazione. L'equivalenza finanziaria fra una polizza a capitalizzazione e l'acquisto di un portafoglio composto da uno *zero coupon bond* e da una *call option* è analizzata nell'Appendice E.

Le gestioni separate riguardano il caso in cui i premi versati confluiscono in appositi fondi che vengono gestiti dalla compagnia di assicurazione separatamente dalle restanti attività della compagnia stessa. Le somme di denaro accantonate vengono così "rivalutate" di anno in anno sulla base del rendimento finanziario ottenuto dal "fondo speciale"⁽⁵²⁾.

(51) *Il D.Lgs. 174 del 17 marzo 1995 (che recepisce la direttiva 92/96/CEE in materia di assicurazione diretta sulla vita) definisce espressamente all'art. 40 i contratti di capitalizzazione come «i contratti con i quali un'impresa si impegna, senza convenzione relativa alla vita umana, a pagare somme o a consegnare titoli o altri beni al decorso di un termine poliennale, in corrispettivo di versamenti o premi o conferimenti unici o periodici effettuati in denaro o mediante trasferimento di altre attività».*

Il fatto che l'art. 40 parli di assenza di «convenzione relativa alla vita umana» può lasciare aperto il dubbio se siano da considerare contratti di capitalizzazione anche quei contratti in cui la durata della vita non incide in quanto determina la presenza di un "rischio demografico", ma influisce esclusivamente sulla durata dell'operazione di investimento (ci si riferisce ad esempio a quei contratti che prevedono, in caso di morte del contraente prima del termine di differimento, il pagamento ai beneficiari della somma capitalizzata a quella data). Tale dubbio viene chiarito, nel senso di una interpretazione della norma in senso restrittivo, dalla direttiva 79/267/CEE, il cui art. 1, richiamato dall'art. 1 della direttiva 92/96/CEE, definisce l'operazione di capitalizzazione come operazione che comporta «impegni determinati in ordine alla loro durata e al loro importo», escludendo quindi quelle tipologie contrattuali che prevedono una prestazione incerta nel quando o nel quantum.

(52) *Le gestioni separate sono disciplinate, nel D.Lgs. 174/95, dall'art. 30, comma 1, che stabilisce che «qualora le prestazioni previste in un contratto siano direttamente collegate (...) al valore di attivi contenuti in un fondo interno detenuto dall'impresa di assicurazione, le riserve tecniche relative a tali*
(segue...)

In genere, viene assicurata ai beneficiari una rivalutazione minima, pari al 3-4 per cento, definita *tasso tecnico*; tuttavia, i beneficiari non percepiscono per intero il rendimento del fondo, ma solo una sua percentuale, detta *aliquota di partecipazione* (o *di retrocessione*), che varia di solito tra l'80 e l'85 per cento (comunque mai inferiore al 75 per cento).

Nel caso delle gestioni separate, non sono applicabili gli artt. 26, comma 1 e 29 in materia di limiti agli investimenti: quindi, tali gestioni sono caratterizzate da una maggiore flessibilità nelle scelte d'investimento e, a causa del legame esistente tra le prestazioni previste ed il portafoglio del fondo interno, vi è la presenza di un certo livello di rischio finanziario.

V.2 PROFILI CRITICI DELLA REGOLAMENTAZIONE

L'attuale regolamentazione delle polizze vita costituisce un *corpus* totalmente distinto da quello relativo ai prodotti offerti da altri intermediari finanziari.

Infatti, le polizze vita non ricadono nell'ambito di applicazione dell'ordinamento mobiliare: esse non sono considerate né valori mobiliari *ex art. 18bis* della legge 216/74, né strumenti finanziari ai sensi dell'art. 1, comma 1 del decreto 415/96; quindi, nel caso di emissione di una polizza vita non si può parlare di sollecitazione del pubblico risparmio (art. 18ter della legge 216/74), né di un servizio di investimento avente ad oggetto strumenti finanziari *ex art. 1, comma 1 e 3* del decreto 415/96.

Nell'ordinamento statunitense, le rendite finanziarie e i contratti di assicurazione sulla vita il cui rendimento è collegato ad una gestione separata⁽⁵³⁾ ricadono nell'*Investment Company Act* del

(52) (...segue)

contratti debbono essere rappresentate con la massima approssimazione possibile (...) dalle quote del fondo interno, se questo è suddiviso in quote definite, oppure dagli attivi contenuti nel fondo stesso». Nell'ambito delle gestioni separate, si può operare una distinzione tra le cosiddette polizze rivalutabili e le cosiddette polizze variabili o collegate ad un fondo di investimento.

Nelle prime, il premio o le somme assicurate, o soltanto queste ultime, sono ancorate al reddito di una gestione separata di valori mobiliari, corrispondenti ad un importo non inferiore alla riserva matematica relativa ai contratti di questo tipo.

Nel caso di polizze variabili relative a gestioni separate, invece, le prestazioni delle parti sono ancorate ad un fondo di investimento mobiliare interno all'impresa di assicurazione. La differenza consiste nel fatto che, per le polizze variabili, il fondo è suddiviso in quote di partecipazione, quotate giornalmente in relazione al valore dei beni che lo compongono.

(53) *Cosiddette "variable annuities" e "variable life insurance", ossia contratti che prevedono l'investimento in valori mobiliari e che consentono alle compagnie di assicurazione di correlare la rendita (segue...)*

1940, ossia nell'ambito della generale disciplina relativa alle attività di investimento, reinvestimento, acquisto e vendita di valori mobiliari.

Trattandosi di contratti che prevedono l'assunzione di un rischio finanziario da parte del risparmiatore/sottoscrittore, le polizze ad essi correlate sono considerate valori mobiliari ai sensi del *Securities Act* del 1933⁽⁵⁴⁾. Parimenti, i fondi connessi alle gestioni separate ricadono nella nozione di impresa di investimento ai sensi dell'*Investment Company Act*.

Inoltre, i soggetti che distribuiscono questo tipo di polizze sono *broker/dealer* e l'attività di consulenza inerente tali prodotti è disciplinata al pari dell'attività di consulenza finanziaria.

Gli stessi contratti mantengono peraltro la loro natura assicurativa e devono quindi rispettare le norme fissate dai singoli Stati in materia di assicurazioni.

La Sec, sotto la cui giurisdizione ricadono i contratti collegati a gestioni separate, ha recentemente proposto una modifica della normativa, in modo da equiparare la disciplina relativa alle gestioni separate a quella dei fondi comuni di investimento (si veda in proposito l'Appendice F). Tale riforma, in particolare, affiderebbe alla Sec il controllo non solo sulle commissioni di tipo finanziario praticate dalle compagnie, come avviene attualmente, ma anche su quelle di natura "assicurativa", attualmente disciplinate dalle normative dei singoli Stati⁽⁵⁵⁾.

Nell'ordinamento inglese, i contratti di assicurazione sulla vita sono inclusi nella nozione di "*investments*" (strumenti finanziari) prevista dal *Financial Services Act* del 1986, ossia dalla legge che disciplina la regolamentazione dei servizi di investimento.

(53) (...segue)

da corrispondere al beneficiario della polizza all'andamento del portafoglio sul quale per contratto è basata la rendita. Una gestione separata realizzata da una compagnia di assicurazione può essere organizzata e registrata sotto l'Investment Company Act nella forma di una società di gestione di fondi comuni aperti o di un "unit investment trust", che è la forma più diffusa.

(54) *I contratti di rendita finanziaria e di assicurazione sulla vita caratterizzati da gestioni separate differiscono dalle assicurazioni sulla vita ordinarie (whole life policy), in quanto nelle gestioni separate il rendimento dipende dalla performance del fondo separato nel quale i premi sono investiti, e quindi il contratto è caratterizzato dalla presenza di un rischio d'investimento. Al contrario, nelle assicurazioni sulla vita ordinarie viene garantito al contraente un rendimento minimo; per ottenere tale risultato la normativa statunitense prevede che i premi debbano essere investiti in maniera "conservativa", secondo quanto disposto dalle leggi dei singoli Stati, mentre non esiste un identico obbligo per le gestioni separate, caratterizzate da una maggiore flessibilità e da una più ampia varietà di scelte d'investimento.*

(55) *Questa proposta risponde, secondo la Sec, a una duplice esigenza:*

- *garantire a tali forme contrattuali una maggiore flessibilità, così da consentire, nella fase di determinazione dei prezzi da parte delle compagnie di assicurazione, di tener conto della complessità dello strumento assicurativo;*
- *fare in modo che la maggiore flessibilità non si traduca in una minore tutela degli investitori, fornendo a questi ultimi un'informazione completa ed esauriente.*

V.3 OBBLIGHI DI INFORMATIVA NEI CONTRATTI DI ASSICURAZIONE SULLA VITA E DI CAPITALIZZAZIONE

Dall'esenzione dalle norme sulla sollecitazione riservata ai contratti di assicurazione a prevalente contenuto finanziario è derivata una disciplina speciale in materia di obblighi di informativa.

In particolare la normativa vigente, attraverso l'art. 109 del D.Lgs. 174/95, stabilisce che l'impresa di assicurazione debba fornire tutte le informazioni contenute nell'allegato II (contenuto minimo obbligatorio della nota informativa) e attribuisce all'Isvap la facoltà di prescrivere alle imprese la trasmissione di informazioni supplementari, che sono state fissate con Circolare 249 del 19 giugno 95.

Un'illustrazione del contenuto dell'art. 109 è proposta nel Riquadro 6.

L'Isvap ha successivamente modificato, con due Circolari (la 282 del 2 ottobre 1996 e la 294 del 4 febbraio 1997) l'ammontare del tasso massimo di rendimento finanziario, in conseguenza delle mutate condizioni dei mercati finanziari internazionali.

In particolare, con la Circolare 294/97, l'Isvap ha sottolineato il carattere meramente esemplificativo e orientativo delle proiezioni relative allo sviluppo delle prestazioni assicurative. In conseguenza di ciò, si è ritenuto opportuno non basare le proiezioni su un unico tasso di riferimento, ma presentare due distinte proiezioni, fondate su due tassi di rendimento diversi. L'esistenza di due proiezioni sta ad evidenziare, secondo l'Isvap, l'assenza di certezze in merito all'effettiva realizzazione dei risultati prospettati. Tale grado di incertezza relativa ai rendimenti pone l'accento sull'esigenza di un'adeguata informativa ai sottoscrittori del contratto di assicurazione, soprattutto nel caso in cui quest'ultimo sia caratterizzato da una gestione separata.

Con le Circolari 249 e successive si è compiuto un passo avanti nella trasparenza delle polizze vita, anche se non si tiene conto dell'esigenza di rendere fortemente comparabili prodotti finanziari ormai in concorrenza tra loro. Ad esempio, un profilo di trasparenza indispensabile è quello relativo al rendimento netto della polizza: al momento, non esiste per le compagnie di assicurazione né un obbligo *ex-ante* - al momento della sottoscrizione del contratto - né durante il periodo di vigenza del contratto, ma solo una mera «facoltà per il contraente di richiedere all'intermediario la quantificazione del caricamento (...)»⁽⁵⁶⁾. Ciò in quanto l'Isvap ritiene che la complessità del prodotto assicurativo vita «renda preferibile illustrare al contraente il risultato complessivo dell'operazione tramite l'indicazione delle prevedibili prestazioni a scadenza».

(56) Circolare Isvap, n. 249/95.

In forza del disposto dell'art. 109, deve intendersi esteso a tutte le tipologie contrattuali l'obbligo di consegna della "nota informativa", finora limitato, in base alla Circolare Isvap 71 del 26 marzo 1987, alle sole assicurazioni individuali a prestazioni rivalutabili collegate a gestioni interne.

Inoltre, l'art. 109 determina un ampliamento della sfera dei soggetti su cui grava l'obbligo di informativa: esso deve essere esteso a tutte le imprese che intendano assumere impegni nel territorio della Repubblica Italiana, indipendentemente dal fatto che abbiano sede sociale all'interno o al di fuori della UE e che abbiano intenzione di svolgere attività in regime di stabilimento o di libera prestazione di servizi.

L'art. 109 stabilisce che la comunicazione delle informazioni, ivi compresa la nota informativa, debba avvenire "prima della conclusione del contratto".

A questo riguardo, l'Isvap, nella Circolare 249/95, ha sollecitato le imprese a fornire un "pacchetto informativo" che contenga nota informativa, condizioni di polizza e proposta, in modo da garantire che tutta la documentazione prevista sia fornita preventivamente.

Infine, l'art. 109, al comma 3, dispone che le informazioni siano formulate per iscritto con chiarezza e precisione.

Per quanto riguarda il contenuto della nota informativa, ed in particolare le informazioni relative ai rendimenti del contratto di assicurazione, la Circolare Isvap 249/95 fissa l'obbligo per l'impresa di consegnare, unitamente alla nota informativa, un progetto, generico o personalizzato, che sia esemplificativo dello sviluppo delle prestazioni assicurate e dei premi nel corso della durata contrattuale.

Tale progetto di sviluppo dei rendimenti è basato su un tasso massimo di rendimento finanziario, fissato periodicamente dall'Isvap in relazione alla situazione economico-finanziaria nazionale ed internazionale. Inoltre, ogni impresa dovrà tener conto di tutti gli elementi contrattuali che possono comportare una riduzione di tale valore.

In ogni caso, per evidenziare che si tratta di sviluppi meramente previsionali, l'Isvap ha prescritto che «le imprese dovranno evidenziare, mediante il ricorso a caratteri di stampa di grandezza superiore a quelli adottati nel testo, che i valori indicati scaturiscono da stime relative agli utili di natura finanziaria (...) nonché da eventuali stime relative ad ulteriori componenti dell'utile di diversa natura, individuate dall'impresa, e che pertanto i relativi valori sono da ritenersi puramente orientativi (...)».

Inoltre, all'interno del progetto esemplificativo dovrà essere inserito un prospetto che consenta il confronto dei tassi di rendimento conseguiti dagli assicurati negli ultimi 5 anni (se disponibili) con i tassi medi di rendimento dei titoli di Stato e delle obbligazioni, nonché con i tassi di inflazione registrati nel corrispondente periodo.

L'Isvap ha ritenuto inoltre che, al fine di consentire all'assicurato di disporre di ulteriori elementi di valutazione, nel caso di prodotti caratterizzati da una rilevante componente finanziaria, si debba prevedere la facoltà per il contraente di richiedere alla compagnia la quantificazione del caricamento, e cioè della parte di premio netto trattenuta dall'impresa stessa per far fronte ad oneri di acquisto, di incasso e di amministrazione.

Oltre a tutte queste informazioni, nel caso di contratti a capitale variabile, in cui cioè «le prestazioni previste sono direttamente collegate al valore delle quote di un Oicvm oppure al valore di attivi contenuti in un fondo interno detenuto dall'impresa di assicurazione», condizioni che caratterizzano le gestioni separate, deve essere anche data la definizione del valore medio netto unitario della quota o parte del fondo o dei fondi cui è collegato il contratto. Inoltre, occorre indicare la denominazione del fondo o dei fondi nei quali le attività sono investite specificando, per ogni fondo, la tipologia di investimenti prevista e gli eventuali limiti minimi e massimi. Infine, il contraente dispone della facoltà, di cui deve essere informato, di richiedere un prospetto aggiornato delle attività che compongono il fondo.

La Tavola 10 illustra le principali differenze, in termini di adempimenti informativi, tra contratti di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione, e fondi comuni di investimento. Per le ragioni evidenziate in precedenza, infatti, i due tipi di strumenti finanziari possono presentare importanti caratteristiche comuni.

E' possibile osservare che l'informativa relativa ai fondi comuni è caratterizzata da un maggior grado di completezza per quanto riguarda una serie di aspetti.

In primo luogo, il regolamento del fondo comune prevede, come informazione obbligatoria, l'indicazione dettagliata dell'ammontare delle commissioni che gravano sul fondo stesso, mentre nel caso delle assicurazioni tale informazione viene fornita solo su richiesta del contraente.

Per quanto riguarda le politiche di investimento delle compagnie di assicurazione, non è prevista, come per i fondi comuni, una descrizione approfondita delle politiche di investimento adottate e, inoltre, l'indicazione dei limiti minimi e massimi delle singole tipologie di investimenti è solo "eventuale".

Gli obblighi informativi relativi ai rendimenti non prevedono, inoltre, l'indicazione di un rendimento netto, ma solo dello sviluppo delle prestazioni assicurate e quindi delle prevedibili prestazioni a scadenza.

Tav. 10

**ADEMPIMENTI INFORMATIVI RELATIVI ALL'OFFERTA DI QUOTE DI FONDI COMUNI
DI INVESTIMENTO MOBILIARI APERTI E A CONTRATTI ASSICURATIVI VITA E DI CAPITALIZZAZIONE**

	CONTRATTI DI ASSICURAZIONE SULLA VITA E DI CAPITALIZZAZIONE	FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO MOBILIARI APERTI
<i>INFORMAZIONI DISPONIBILI EX-ANTE</i>		
- COMMISSIONI	FACOLTÀ DI RICHIEDERE LA QUANTIFICAZIONE DEL CARICAMENTO SUL PREMIO.	PERCENTUALE DEGLI ONERI A CARICO DEL FONDO E DELLA SOCIETÀ DI GESTIONE ¹ .
- POLITICHE DI INVESTIMENTO	TIPOLOGIA DI INVESTIMENTI PREVISTA ED EVENTUALI LIMITI MASSIMI E MINIMI.	POLITICA DI INVESTIMENTO E COMPOSIZIONE DEGLI INVESTIMENTI NELL'ESERCIZIO PRECEDENTE. INDICAZIONE DELLA CATEGORIA DEL FONDO ² .
- RENDIMENTO	SVILUPPO DELLE PRESTAZIONI ASSICURATE E DEI PREMI NEL CORSO DELLA DURATA CONTRATTUALE ³ . TASSO DI RENDIMENTO NETTO NEI 5 ANNI PRECEDENTI (SE DISPONIBILE). EVENTUALE RENDIMENTO MINIMO GARANTITO.	EVOLUZIONE DEL VALORE DELLA QUOTA NEGLI ULTIMI TRE ESERCIZI (AL NETTO DEI DIRITTI E DEGLI ONERI MATURATI DI DIRETTA PERTINENZA DEL FONDO).
- RISCHIO	NESSUNA INDICAZIONE DEL RISCHIO FINANZIARIO	DESCRIZIONE GENERICA
<i>INFORMAZIONI DISPONIBILI EX-POST</i>		
- POLITICHE DI INVESTIMENTO	PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE DELLA COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ DEL FONDO ⁴ . PROSPETTO AGGIORNATO DELLA COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ DEL FONDO ^{4,5} .	EVOLUZIONE DELLA POLITICA E DELLA COMPOSIZIONE DEGLI INVESTIMENTI DEL FONDO ⁴ .
- RENDIMENTO	COMUNICAZIONE ANNUA DEI VALORI RAGGIUNTI DALLE PRESTAZIONI ASSICURATE.	VALORIZZAZIONE DELLE QUOTE ALMENO SETTIMANALE SULLA BASE DEI PREZZI DI MERCATO E PUBBLICAZIONE SUI QUOTIDIANI INDICATI NEL REGOLAMENTO.

¹ Distinti per singola tipologia di commissione. - ² Sulla base della classificazione Assogestioni. - ³ Sulla base del tasso massimo di rendimento finanziario fissato periodicamente dall'Isvap. - ⁴ In caso di gestione separata. - ⁵ Su richiesta del sottoscrittore. - ⁶ La periodicità può essere minore, nel caso di gestioni separate, sulla base della frequenza di calcolo del legame con il rendimento del fondo interno.

Infine, non viene prevista, nel caso di assicurazioni caratterizzate da un rilevante rischio finanziario, la descrizione agli investitori di tale rischio (anche se, sotto questo aspetto, l'informativa contenuta all'interno dei prospetti dei fondi comuni è molto generica).

Peraltro, occorre distinguere, in materia di informativa, tra le gestioni separate e le altre tipologie di assicurazioni sulla vita.

Le gestioni separate, infatti, a causa del legame delle prestazioni con il valore delle quote di fondi interni all'impresa di assicurazione, sono caratterizzate dalla presenza di un rischio finanziario e determinano un problema di informativa per il contraente, relativo al rendimento del fondo e alla tipologia di investimenti realizzati, simile a quello che sussiste per i sottoscrittori di quote di Oicvm. Gli adempimenti informativi a favore dei contraenti dovrebbero dunque essere quanto più possibile omogenei con quelli previsti a carico di chi sollecita il pubblico risparmio.

La comparabilità dell'informazione è tuttavia anche influenzata dal diverso regime fiscale.

Ad esempio, relativamente ai rendimenti di una polizza vita, dall'1.1.1997 le compagnie di assicurazione sono "lordiste" su tutti i redditi da capitale percepiti, ossia non subiscono ritenute d'acconto sulle cedole dei titoli di Stato: la tassazione viene quindi rimandata alla scadenza della polizza e quindi solo allora traslata sul sottoscrittore. Tuttavia, la normativa in materia di tassazione delle polizze vita è destinata a mutare con la recente legge di riforma.

Un risparmiatore che comparasse i rendimenti di un contratto assicurativo e di un fondo comune potrebbe non comprendere con immediatezza che i rendimenti dei fondi comuni sono al netto delle ritenute fiscali sui redditi di capitale percepiti, e sono altresì al netto delle commissioni di gestione. Inoltre, i rendimenti dei fondi comuni si basano su una valutazione dei titoli a valori di mercato, mentre quelli delle polizze vita si riferiscono ad una contabilità a costi storici⁽⁵⁷⁾.

V.4 LA DISCIPLINA RELATIVA AI FONDI PENSIONE APERTI

Un interessante spunto per l'estensione della disciplina della sollecitazione ad alcuni prodotti assicurativi si trova nelle norme relative ai fondi pensione aperti.

L'art. 9 del D.Lgs. 124/93 stabilisce che gli stessi possono essere istituiti da banche, Sim, imprese di assicurazione e società di gestione di fondi comuni «ferme restando le disposizioni previste per la sollecitazione del pubblico risparmio».

Sulla base di questa norma, si può ritenere applicabile ai fondi pensione aperti, indipendentemente dal soggetto incaricato della gestione, la disciplina di cui agli artt. 18 e segg. della legge

(57) *Tale normativa è peraltro in corso di revisione, essendo stato recentemente approvato il decreto legislativo 173/97 di attuazione della direttiva 91/674/CEE in materia di conti annuali e consolidati delle imprese di assicurazione.*

216/74; questo determina un'esclusiva competenza della Consob in materia di predisposizione dello schema generale e di approvazione dei singoli prospetti.

Inoltre, il richiamo, da parte del D.Lgs. 124/93, delle disposizioni sulla sollecitazione, sembra qualificare, nel quadro di una disciplina omogenea riferita a tutti gli strumenti di tipo finanziario, i documenti rappresentativi della partecipazione al fondo pensione aperto come valori mobiliari *ex art. 18bis* della legge 216/74, nonché come strumenti finanziari *ex art. 1, comma 1* del D.Lgs. 415/96.

V.5 PROPOSTE DI RIFORMA

Al fine di evitare che prodotti caratterizzati da una notevole omogeneità (come ad esempio i fondi comuni di investimento e i prodotti assicurativi visti in precedenza) siano sottoposti a regimi regolamentari diversi e garantiscano agli investitori un differente grado di tutela, si pone l'esigenza di uniformare la disciplina legislativa ad una situazione di fatto che già vede tali prodotti assicurativi presentarsi sul mercato come veri e propri strumenti finanziari. Si fa riferimento alle gestioni separate e, in misura ancora maggiore, alle operazioni di capitalizzazione (per le quali la componente finanziaria è ancora più marcata).

Sembra opportuno, quindi, che anche nel nostro ordinamento, così come avviene in quelli anglosassoni, i prodotti assicurativi vita a capitalizzazione e gestioni separate siano considerati valori mobiliari e sottoposti alla disciplina relativa alla sollecitazione del pubblico risparmio.

VI. LE OBBLIGAZIONI BANCARIE

VI.1 LE OBBLIGAZIONI BANCARIE E LA TRASPARENZA

Uno strumento finanziario che presenta particolari problemi di trasparenza è rappresentato dalle obbligazioni emesse dalle banche.

In Italia, le obbligazioni bancarie sono per il 60 per cento possedute dalle famiglie: tale ammontare corrisponde a circa i 2/3 dei Btp nel loro portafoglio. Lo *spread* tra il rendimento dei Btp e delle obbligazioni bancarie varia al variare del *benchmark* di riferimento. In particolare, se si prende come riferimento un Btp con vita residua tra sei e nove anni, la differenza nel 1995 (ultimo dato disponibile) era positiva e pari a 1,6 punti percentuali (Tavola 11); se si considerano i Btp a tre anni, il differenziale si annulla nel corso del 1996⁽⁵⁸⁾.

TAV. 11

DIFFERENZIALI DI TASSO¹
(DATI MEDI NEL PERIODO, PUNTI PERCENTUALI)

PERIODI	BTP - OBBLIGAZIONI ²
1990	2.3
1991	1.5
1992	1.2
1993	1.0
1994	1.6
1995	1.6

Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale 1995, Tav. D16.

¹ I differenziali sono al netto della ritenuta fiscale. - ² Il rendimento dei Btp è relativo a titoli con vita residua compresa tra 6 e 9 anni.

Delle obbligazioni emesse dalle banche, soltanto una parte marginale è quotata sul mercato regolamentato. Il mercato obbligazionario regolamentato italiano è uno dei più piccoli tra i paesi sviluppati. La "capitalizzazione" rispetto al Pil è un terzo di quella francese, un sesto di quella inglese e un quindicesimo di quella tedesca (Tavola 12).

(58) Si osserva che non ci si dovrebbe attendere, considerando la minore rischiosità dei titoli di Stato e la minore liquidità delle obbligazioni bancarie, un differenziale positivo a favore dei Btp; anzi lo spread dovrebbe essere negativo.

TAV. 12

**MERCATI OBBLIGAZIONARI REGOLAMENTATI (SETTORE PRIVATO)
(1995)**

	ITALIA	GERMANIA ¹	UK ¹	FRANCIA ¹
N. EMITTENTI	66	232	887	314
MARKET VALUE/PIL	3,4	47,4	19,4	10,3

Fonte: Elaborazioni su dati FIBV e IMF.

¹ I dati *market value*/Pil si riferiscono al 1994.

Lo scarso interesse degli emittenti bancari a quotare i loro titoli è esprimibile con il rapporto tra obbligazioni bancarie quotate e *stock* di obbligazioni totali delle banche, sceso dal 58,7 per cento del 1974 al 10 per cento del 1997 (Tavola 13).

TAV. 13

STOCK DI OBBLIGAZIONI QUOTATE AL MOT/CONSISTENZE PRESTITI IN ESSERE

EMITTENTI	1974 GEN.	1985 GEN.	1990 MAG.	1993 AGO.	1995 FEB.	1996 LUG.	1997 FEB.
TOTALE	66.5	53.3	41.6	31.1	23.7	22.3	22.3
DI CUI BANCHE	58.7	43.0	27.8	15.6	9.7	8.4	10.0

Fonte: Di Pasquali, et alii, *Bancaria* n. 2, 1997.

In tal modo è venuta a mancare per il risparmiatore la possibilità di smobilizzo dell'investimento su un mercato secondario regolamentato: tale non può infatti essere considerato il generico impegno, che le banche si assumono, di riacquisto a condizioni di mercato delle obbligazioni che il risparmiatore voglia dismettere prima della scadenza. Oltre alla mancanza di trasparenza di per sé, l'impegno dell'emittente a favorire la liquidità "rafforza l'opinione in merito alla sussistenza, nelle fattispecie considerate, di una ipotesi di conflitto di interessi"⁽⁵⁹⁾.

(59) *Comunicazione Consob DAL/RM/96003918, in Bollettino Consob, maggio 1996.*

Il basso grado di trasparenza deriva in modo combinato da agevolazioni e "strozzature" normative.

La raccolta obbligazionaria bancaria, considerata dal Testo unico bancario (art. 11) come raccolta del risparmio a tutti gli effetti, è infatti esentata dalla disciplina degli art. 18 e 18^{ter} della legge 216/74: l'emissione di obbligazioni "pure" non configura attività di sollecitazione del pubblico risparmio né è soggetta alla disciplina del prospetto informativo.

L'attuale disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio, definita dalla direttiva 80/390/CEE, dagli artt. 18 e segg. della legge 216/74 e, con specifico riferimento alle banche, dalla previsione di cui all'art. 12 della legge 77/83, comporta:

- a) nel momento dell'emissione:
 - per tutte le banche, la facoltà di emettere prestiti senza obbligo di prospetto;
 - per gli altri emittenti, la sottoposizione alle disposizioni dell'art. 18 della legge 216/74, se nel momento dell'emissione o dell'offerta si configura sollecitazione del pubblico risparmio;
- b) nel momento della richiesta di ammissione a quotazione:
 - per le banche con titoli azionari quotati, la diretta ammissione alla quotazione⁽⁶⁰⁾;
 - per le banche con titoli azionari non quotati, l'obbligo di predisporre il prospetto informativo per l'ammissione a quotazione.

Inoltre, l'attività dei soggetti offerenti, in fase di prima emissione (nel caso in cui coincidano con l'emittente stesso), non è considerata un'attività di intermediazione e come tale non è soggetta ad alcune delle regole di comportamento previste dalla legge 1/91 e dal regolamento Consob 8850/94, né dal decreto 415/96.

Un'ulteriore considerazione riguarda le banche con azioni quotate in borsa, alle quali si applicava, fino all'entrata in vigore del decreto 415/96, la quotazione di diritto per le obbligazioni: tale opportunità, che richiede una mera istanza da parte dell'emittente, non è stata molto sfruttata. Secondo una spiegazione avanzata dalla Banca d'Italia⁽⁶¹⁾, la non quotazione presentava il vantaggio per le banche di poter negoziare autonomamente le obbligazioni bancarie senza dover far ricorso all'intermediazione di Sim autorizzate: la legge Sim infatti precludeva alle banche l'attività di negoziazione in borsa sui titoli quotati, ad esclusione dei titoli di stato o garantiti dallo Stato. L'abrogazione della legge 1/91 dovrebbe aver eliminato tale disincentivo, anche se contestualmente viene meno la figura della quotazione di diritto.

(60) *Come è noto, l'esenzione dal prospetto "di quotazione" esclusivamente per gli emittenti con titoli azionari quotati è giustificata dalla circostanza che gli stessi sono sottoposti - proprio in quanto società quotate - alla disciplina (e ai connessi oneri) in tema di trasparenza.*

(61) *"Nuova disciplina della raccolta bancaria", in ABI, Circolare Serie Legale 28, 1995.*

VI.2 PROPOSTE DI RIFORMA

Le dimensioni raggiunte dalle emissioni di obbligazioni bancarie in Italia, sia in termini di flussi che di consistenze, rendono necessario per la tutela dei risparmiatori:

- favorire la quotazione sui mercati regolamentati del maggior numero di tali obbligazioni, in quanto solo la negoziazione su un mercato regolamentato garantisce la trasparenza nel processo di formazione dei prezzi;
- assoggettare le emissioni di obbligazioni bancarie alla disciplina della sollecitazione, sebbene con prospetto e procedure semplificate;
- applicare alle banche le regole di comportamento proprie dell'intermediazione mobiliare in relazione al collocamento di obbligazioni da esse stesse emesse.

L'Appendice G riporta, a titolo di confronto, la disciplina in materia di offerta al pubblico di valori mobiliari da parte delle banche in alcuni paesi esteri.

Occorre peraltro tenere presente che, specialmente nel corso del 1996 e nei primi mesi del 1997, anche per effetto di norme fiscali, alcuni strumenti tipici della raccolta bancaria - i certificati di deposito - sono stati sostituiti con emissioni di obbligazioni. Queste ultime, tuttavia, per le dimensioni delle singole emissioni, per la durata, per le modalità di calcolo dei rendimenti e, infine, per la tipologia dei sottoscrittori (essenzialmente famiglie, che di norma mantengono i titoli fino alla scadenza) non presentano sempre caratteristiche che rendono possibile la trattazione su un mercato regolamentato. E' noto infatti come sul Mot (il segmento della borsa sul quale sono negoziati i titoli di Stato e le obbligazioni diverse da quelle convertibili) solo il 20 per cento dei titoli obbligazionari quotati registri scambi con frequenza giornaliera, mentre il 52 per cento dei titoli non realizza nemmeno uno scambio al mese.

Sarà pertanto opportuno distinguere tra obbligazioni con caratteristiche non adatte alla quotazione e obbligazioni con caratteristiche adatte alla quotazione. Per entrambe le specie si pone comunque il problema relativo al prospetto di emissione e alla sottoposizione alle regole disciplinanti l'attività di intermediazione.

Si possono individuare alcune misure volte ad agevolare la quotazione delle obbligazioni bancarie sui mercati regolamentati, quali:

- a. la riduzione dei tempi intercorrenti tra la richiesta di ammissione e l'avvio delle contrattazioni sul mercato⁽⁶²⁾;

(62) *Con riguardo alla tempistica del procedimento di ammissione a quotazione, eccessivamente lunga, si ritiene che un sostanziale passo in avanti sia stato fatto dagli adempimenti richiesti agli emittenti bancari quotati di diritto introdotto con la comunicazione Consob Dis/Rm/97000684 del 22 gennaio 1997. Con tale comunicazione, la Consob ha consentito alle banche con azioni quotate di presentare la domanda alla quotazione di diritto delle obbligazioni anteriormente, e non più posteriormente, al collocamento dei titoli medesimi: in tal modo, anche attraverso l'eventuale ammissione a quotazione con provvedimento (segue...)*

- b. il contenimento dei costi di ammissione al mercato e di accentramento dei prestiti; in particolare:
- i. la futura società di gestione del mercato, in occasione della fissazione dei diritti di quotazione, dovrebbe mantenere un regime differenziato e "privilegiato" a favore delle obbligazioni rispetto alle altre tipologie di titoli;
 - ii. è necessario proseguire nello sforzo di contenere il costo di accentramento delle emissioni in Monte Titoli.

Appare comunque preliminare sottoporre tutte le emissioni ad obblighi più puntuali di informativa in sede di emissione (quindi abrogare l'art. 12 della legge 77/83 nella sua attuale formulazione). La nuova norma potrebbe tener conto della "specialità" delle banche: esse dovrebbero predisporre un prospetto semplificato (un semplice foglio notizie nel quale siano comunque indicati i dati essenziali concernenti l'emittente) e una copia integrale del regolamento del prestito, entrambi da depositarsi presso la Consob; in occasione delle successive emissioni o riaperture della serie, verrebbe solo distribuito il regolamento del prestito con i necessari aggiornamenti.

Per quanto riguarda la disciplina del prospetto in sede di ammissione a quotazione, sembrerebbe utile uniformarla sottoponendo tutte le emissioni ad un obbligo di prospetto (eliminando la distinzione tra banche quotate e non quotate); questo comunque dovrebbe essere notevolmente semplificato rispetto a quello attualmente richiesto per le banche non quotate e potrebbe consistere anche in un aggiornamento del prospetto semplificato predisposto in sede di emissione.

Per le obbligazioni con caratteristiche non adatte alla quotazione, dovrebbe essere possibile prevedere obblighi informativi sulle negoziazioni, tali da garantire il confronto tra il rendimento che deriva dall'applicazione di un certo prezzo e il rendimento di mercato. In secondo luogo, potrebbero essere disciplinate, nell'ambito delle norme di comportamento, le modalità di riacquisto del titolo da parte dell'emittente.

La Consob auspica che sia ridotto lo spazio, oggi preponderante, di questo segmento. A tal fine gli emittenti dovrebbero:

- a) standardizzare le tipologie di emissione, al fine di creare una serie di strumenti chiari e ben definiti per i risparmiatori;
- b) migliorare l'informativa al mercato, in particolare con riferimento alle modalità di calcolo dei rendimenti offerti dai titoli che vengono emessi;
- c) adottare tecniche di riapertura delle emissioni, al fine di creare un mercato secondario sufficientemente spesso sui singoli titoli.

(62) (...segue)
urgente del Presidente della Consob, si potrebbero ridurre i tempi di quotazione effettivi.

APPENDICE A

L'ESPERIENZA FRANCESE IN MATERIA DI REGOLAMENTAZIONE DELLE GESTIONI DI PATRIMONI

Il regolamento 96/02 sui "Prestatari di servizi d'investimento che effettuano un'attività di gestione di portafoglio per conto terzi" si compone di tre titoli:

I. Le società di gestione:

I.1 Norme relative alle procedure di autorizzazione:

- si evidenzia come i soggetti ai quali si riferisce il regolamento in parola siano le "società di gestione", con riferimento sia alle SGP delle quali all'art. 15 della legge 96/697, sia alle società di gestione di schemi di investimento collettivi;
- una società di gestione può detenere partecipazioni al capitale di banche, società di investimento, società di gestione di fondi comuni, compagnie di assicurazione e altri soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento;
- vengono fissati i requisiti patrimoniali minimi per le società di gestione;
- la Cob deve valutare la qualità del *management* e degli azionisti della società di gestione, con riguardo a requisiti di onorabilità e professionalità;
- la società di gestione deve presentare un programma di attività distinto per ogni tipo di servizio che intende offrire. Lo schema di tale programma ha quale riferimento il "*dossier type*", redatto congiuntamente da Cob, Cmf e dal Cecei - *Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement* ⁽¹⁾, e previsto per le prestazioni dei servizi di investimento dall'art. 1 del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 96/880⁽²⁾. I contenuti del programma dovranno essere fissati dalla Cob.

I.2 Norme relative al mandato gestorio:

- viene fissato il contenuto minimo del contratto relativo al mandato gestorio, che deve menzionare gli obiettivi del gestore, le categorie di strumenti finanziari che possono essere incluse nel portafoglio, gli obblighi informativi del gestore nei confronti del cliente rispetto alla movimentazione del portafoglio, la durata del contratto e le condizioni di rinnovo e di risoluzione del mandato, i dettagli relativi alla remunerazione del gestore. Per operazioni in titoli non trattati su mercati regolamentati o in contratti derivati, è necessaria l'autorizzazione del

(1) *Si tratta di un organismo che autorizza all'esercizio tutti i tipi di intermediari, con l'eccezione delle società di gestione.*

(2) *Decreto dell'8 ottobre 1996, «relatif à l'accès a l'activité de prestataire de services d'investissement».*

cliente. La delega di gestione deve essere altresì autorizzata dal cliente stesso. La Cob dovrà più in dettaglio esplicitare le modalità di applicazione delle norme suddette.

I.3 Norme relative agli obblighi informativi:

- è prevista una informativa periodica, connessa alla redazione di un prospetto informativo, i cui contenuti devono essere fissati dalla Cob. E altresì prevista la tenuta delle usuali scritture contabili e la certificazione di bilancio. Eventuali modifiche relative agli elementi che vengono descritti nel documento sottostante l'autorizzazione all'esercizio dell'attività di gestione, così come le deleghe di gestione, devono essere notificate alla Cob.

I.4 Norme relative alla revoca dell'autorizzazione.

II. Approvazione del programma di attività in materia di gestione di portafogli per conto di terzi:

- si specificano le condizioni di approvazione del programma di attività di soggetti che offrono servizi di investimento, diversi dalle società di gestione, quando esercitano l'attività di gestione di portafogli per conto di terzi. L'approvazione del programma spetta alla Cob, entro tre mesi dalla sottomissione del medesimo al Cecei da parte del soggetto proponente.

III. Disposizioni in materia di libertà di prestazione e di stabilimento delle attività di gestione:

- si richiamano i principi comunitari.

Il regolamento 96/03, che parimenti si riferisce sia alla gestioni individuali che a quelle collettive, si compone di tre sezioni:

I. Autonomia del gestore:

- in questa sezione si richiamano i principi generali di buona condotta a cui deve attenersi l'intermediario, ossia agire nell'interesse del mandante, prevenire i conflitti di interesse, trattare i clienti in modo equo e non discriminatorio, astenersi dall'utilizzare le informazioni per propri fini o per fini altrui - diversi dal perseguimento dell'interesse del cliente.

II. Struttura e organizzazione del gestore:

- deve essere garantita la presenza di personale competente e qualificato, di adeguate infrastrutture, dei mezzi e delle procedure tecniche per svolgere l'attività, di una efficace ed efficiente struttura organizzativa;
- meccanismi di controllo interno devono garantire che le regole di condotta siano rispettate nei confronti della clientela;
- vengono ribaditi i principi di lealtà, diligenza, neutralità e imparzialità ai quali deve attenersi il gestore nello svolgimento della sua attività;
- le deleghe di gestione devono essere disciplinate e regolamentate;
- i rischi di conflitto di interessi devono essere minimizzati;

- il gestore deve assicurare la migliore esecuzione degli ordini e deve definire le norme da rispettarsi nel caso di ordini cumulativi;
- sono vietate le operazioni tra portafoglio in gestione e portafoglio personale del gestore.

III. Relazioni con il mandante/cliente o con il sottoscrittore:

- il gestore deve acquisire tutte le informazioni relative al cliente, ai suoi obiettivi ed esperienze in materia di investimenti, alla sua situazione finanziaria;
- i servizi di gestione devono essere forniti sulla base di un contratto scritto e firmato;
- le spese e le commissioni che sorgono in relazione all'attività di gestione sono oggetto di un apposito documento informativo;
- le gestioni individuali sono soggette ad una rendicontazione trimestrale, mentre nel caso di mandati che autorizzino un'operatività che impegni il cliente oltre il patrimonio gestito, si deve fornire mensilmente al cliente stesso una valutazione del rischio delle operazioni effettuate.

La recente legge francese 96/597 di recepimento della direttiva Eurosim, all'art. 2, lett. d), definisce l'attività di "gestione di portafogli per conto di terzi" - *gestion de portefeuille pour le compte de tiers* - quale servizio di investimento.

In secondo luogo, l'art. 15 della stessa legge delinea il nuovo *status* delle società di gestione, stabilendo che le imprese di investimento che svolgono a titolo prevalente l'attività in parola prendano il nome di "società di gestione di portafoglio" - *société de gestion de portefeuille*, SGP - e seguano un regime autorizzatorio e regolamentare che fa capo alla Cob.

Si viene così a riconoscere l'unitarietà delle attività di gestione, facilitando l'operatività congiunta delle gestioni individuali e collettive da parte dei medesimi soggetti, anche in risposta alle esigenze di standardizzazione e di razionalizzazione provenienti dal mercato, consentendo il perseguimento di economie di scala⁽³⁾.

Ancora ai sensi dell'art. 15, si prevede l'emanazione di un nuovo regolamento disciplinante l'*asset management*, di competenza della Cob.

Detta competenza riguarda, per ciò che concerne la "funzione" o "attività", il servizio di gestione patrimoniale, indipendentemente dal soggetto che lo offre, e per ciò che concerne la "finalità", la vigilanza sulla trasparenza e sui comportamenti. Segnatamente, l'art. 70 della citata legge stabilisce la giurisdizione assoluta della Cob nella fissazione delle regole di condotta cui devono sottostare i soggetti autorizzati alla prestazione dell'attività di gestione, individuale e collettiva, e le conferisce specifici poteri sanzionatori di tipo diretto su entrambe le categorie di soggetti (art. 71. II)⁽⁴⁾.

(3) Cfr. "A practical guide to the implementation of the financial activities modernization law in the field of the asset management", *documento Cob, 1996*.

(4) Seguendo, invece, il più consolidato approccio per finalità, ai sensi dell'art. 54 la competenza di stabilità rimane - anche in materia di gestioni - in capo al Comité de la réglementation bancaire et
(segue...)

La Cob ha emanato, alla fine del 1996, due regolamenti in materia di gestione di patrimoni: il primo relativo alle condizioni di accesso, autorizzazione e esercizio dell'attività di gestione (reg. 96/02⁽⁵⁾), il secondo inerente le regole di condotta da applicarsi alla medesima attività (reg. 96/03⁽⁶⁾). Nell'Appendice è riportata una sintesi dei principali elementi contenuti nei due regolamenti citati.

(4) (...segue)
financière, ossia ad un organismo da ricomprendere nell'ambito del sistema di vigilanza della Banque de France.

(5) Reglement 96-02 sur les prestataires de service d'investissement effectuant une activite de gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

(6) Reglement 96/03 relatif aux regles de bonne conduite applicables au service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

APPENDICE B

GLI INDICATORI DI *PERFORMANCE* NELLE STATISTICHE DEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

Gli indicatori di *performance* maggiormente utilizzati dalla stampa economica e dalle società specializzate sono i seguenti:

- indice di valutazione globale: è il "valore aggiunto" offerto dal gestore. Si tratta del rapporto tra l'*extrarendimento* mensile del fondo rispetto ad un *benchmark* (derivante dall'attività di *stock-picking* e di *market timing* del gestore) e la sua volatilità;
- indice di Sharpe: considera il rendimento per unità di rischio che ha registrato un fondo in un determinato periodo. E' pari a $(R_i - R_f)/D$, ove R_i è il rendimento medio del periodo preso in esame; R_f è il rendimento medio dei titoli privi di rischio nello stesso periodo (convenzionalmente, per l'Italia, quello dei BOT a sei mesi); D è la volatilità misurata dalla deviazione *standard* dei rendimenti nello stesso periodo;
- *performance* corretta per il rischio: è l'*extrarendimento* mensile del fondo rispetto al *benchmark*;
- grado di diversificazione: misura quanta parte della *performance* del fondo dipende dall'andamento del suo *benchmark*;
- analisi delle *performance* per "quartili": per ogni anno e per ogni categoria di fondi viene elaborata una classifica in ordine decrescente di *performance* a 12 mesi, e successivamente i fondi di ciascuna categoria vengono suddivisi in quattro fasce (quartili), che includono i prodotti con i rendimenti migliori (prima fascia) fino ad arrivare a quelli peggiori (quarta fascia). In seguito si verifica quante volte un fondo è comparso nei vari quartili e sul totale delle presenze si calcola la percentuale di presenza in ogni fascia. Per elaborare le classifiche finali, si assegnano pesi diversi (regressivi) alle percentuali di presenza in ogni fascia.

APPENDICE C

LE *SOFT COMMISSION*

In ambito internazionale una particolare attenzione è stata recentemente posta riguardo alle cosiddette *soft commission*; ossia quelle commissioni pagate dalle società di gestione all'intermediario e da questi successivamente retrocesse alla società di gestione medesima.

Gli organismi di regolamentazione esteri hanno preso in esame tale pratica, disciplinandone, in alcuni casi i limiti di applicabilità. Questa tipologia di commissioni infatti, rappresentando un costo di cui non è evidente la giustificazione economica, può nascondere conflitti di interesse o possibilità di storno di fondi ai danni del risparmiatore.

Un primo conflitto di interesse può nascere dal fatto che il gestore ha un incentivo a moltiplicare le transazioni, poiché al crescere delle stesse ottiene un maggior guadagno. In secondo luogo il risparmiatore può non essere in grado di percepire correttamente i costi di funzionamento del fondo comune cui partecipa, dal momento che non riesce a valutare quale servizio viene remunerato con le commissioni imputategli e in che misura. Inoltre, l'intermediario è incentivato a scegliere il *broker* non basandosi su criteri di efficienza - l'esecuzione più rapida e attenta degli ordini o il minor costo - ma guardando al volume di *soft commission* che ottiene.

Nell'ordinamento statunitense le *soft commission* (anche dette *soft dollar*) sono consentite solo se la retrocessione dal *broker* all'intermediario società di gestione non avviene sotto forma monetaria, bensì tramite la fornitura di servizi (*rule 353* del regolamento del NYSE - *New York Stock Exchange*). Nel *Market 2000 Report*, la Sec ha proposto di stabilire regole miranti ad una maggiore tutela del risparmiatore: in particolare nel rapporto si evidenzia che sarebbe auspicabile la piena *disclosure* su quale parte delle commissioni pagate dal cliente viene utilizzata come *soft commission* e la necessità di garantire l'esecuzione delle transazioni in base al principio della *best execution*. Inoltre tali regole dovrebbero essere applicate anche alle transazioni *in-house*, e non solo a quelle fra soggetti non legati da interessenze societarie.

In Gran Bretagna, la pratica delle *soft commission* è autorizzata purché siano rispettati determinati vincoli. In particolare l'IMRO ha stabilito che in presenza di questo tipo di commissioni:

- 1) la retrocessione non può avvenire sotto forma monetaria o assumere una veste che non rappresenti una diretta utilità per il risparmiatore (sono cioè esclusi viaggi, cene etc.);
- 2) il *broker* deve comunque garantire il principio della *best execution*;
- 3) deve essere fornita una completa informativa al cliente sia nella fase pre-contrattuale sia periodicamente durante la vita del contratto.

Tale informativa deve riguardare:

- la percentuale delle commissioni totali pagate dal risparmiatore che costituiscono le *soft commission*;
- il valore totale delle *soft commission* pagate dal risparmiatore;
- una sintesi dei servizi ricevuti dal *broker* e il loro valore.

In Francia, il problema delle *soft commission* (*les rétrocessions de courtage*) è stato affrontato dalla Cob; in uno studio pubblicato recentemente⁽¹⁾, viene evidenziata la presenza di tale fenomeno soprattutto nel caso di società di gestione di fondi comuni di media dimensione. L'organismo di controllo dei mercati finanziari francesi si è mosso seguendo parzialmente l'esempio del modello anglosassone. Infatti con apposito regolamento, a partire dal 1 gennaio 1998 viene raccomandata la massima *disclosure* sui costi reali della gestione cui vanno incontro i risparmiatori quando affidano il loro patrimonio in gestione ad un intermediario o quando acquistano quote di un fondo comune. In secondo luogo, la Cob domanderà alle associazioni professionali di definire regole deontologiche da applicare in materia.

(1) *Bollettino Cob n. 305 di agosto-settembre 1996.*

APPENDICE D

LE PROPOSTE DI MODIFICA DEL CONTENUTO DEL PROSPETTO INFORMATIVO STATUNITENSE AVANZATE DALLA SEC

La Sec ha proposto nel 1996 una modifica del modello N-1A⁽¹⁾; la modifica è orientata a razionalizzare il livello di informativa contenuto all'interno del prospetto eliminando, per quanto possibile, quegli aspetti, di tipo tecnico, legale o operativo, che sono comuni a tutti i fondi, e focalizzando invece l'informativa sulle caratteristiche specifiche del singolo fondo.

In base alla nuova proposta, il prospetto dovrebbe contenere, nella parte iniziale, una sintesi relativa a profili di rischio/rendimento, che includa informazioni riguardanti gli obiettivi di investimento del fondo, le strategie utilizzate, le commissioni, i nominativi dell'*advisor* dell'investimento e del gestore del portafoglio, le procedure di acquisto e di riscatto, le implicazioni fiscali e gli altri servizi disponibili per gli azionisti⁽²⁾.

Risulta particolarmente importante l'informativa specifica relativa a profili di rischio/rendimento: essa viene prevista sotto forma di grafici e tabelle, che illustrano il rendimento

(1) *Si tratta del modello attraverso il quale le società di gestione di fondi comuni sono registrate sulla base dell'Investment Company Act del 1940 e possono offrire le proprie quote, sulla base del Securities Act del 1933. Il modello N-1A nella sua forma attuale contiene, come informazioni obbligatorie, una concisa descrizione degli obiettivi di investimento del fondo e delle politiche tramite le quali si intendono raggiungere questi obiettivi. Il fondo deve anche illustrare i titoli nei quali esso intende investire e le eventuali particolari tecniche o pratiche di investimento che intende adottare. Inoltre, esso deve anche elencare gli investimenti e le tecniche utilizzate che non costituiscono l'"attività principale" del fondo, ma rappresentano in ogni caso più del 5 per cento del patrimonio investito.*

Per quanto riguarda l'informativa relativa alle commissioni, il modello N-1A prevede l'obbligo di redigere una tabella, divisa in due sezioni, di cui la prima, intitolata Shareholder transactions expenses, riguarda le spese direttamente a carico dei possessori di quote, mentre la seconda, intitolata Annual fund operating expenses, concerne le altre spese operative a carico del fondo. Nella prima sezione, bisogna indicare separatamente le cd. Sales loads, commissioni essenzialmente legate alla vendita di quote del fondo, e le redemption and exchange fees. Le prime, fissate in percentuale del capitale investito, possono essere pagate o direttamente alla società di gestione oppure, come accade più di frequente, a un broker che svolge anche attività di consulenza, e in quest'ultimo caso sono notevolmente più alte (fino all'8,5 per cento del capitale investito).

Inoltre, il modello N-1A prevede l'obbligo di accompagnare tale tabella con un esempio, che illustri l'ammontare totale delle spese a carico del fondo per uno, tre, cinque e dieci esercizi, sulla base di un investimento ipotetico di 1000 dollari e di un tasso di rendimento del 5 per cento.

(2) *L'elemento innovativo è costituito dal fatto che tale informativa, presentata sotto forma di domande/risposte, verrebbe inserita nella parte iniziale del prospetto in forma standardizzata e sintetica, in modo tale che l'investitore possa individuare più facilmente le informazioni che lo interessano ed effettuare confronti con caratteristiche e livello di rischio e di performance di altri fondi.*

del fondo per ciascuno dei dieci esercizi precedenti, e mostrano il rendimento medio annuo relativo all'ultimo, agli ultimi cinque e agli ultimi dieci esercizi, paragonato all'andamento di un indice di mercato adeguato rispetto alla tipologia di fondo considerata. Viene inoltre prevista la possibilità di trasferire all'interno della relazione annuale, anziché nell'ambito del prospetto, la cosiddetta *Management Discussion of Fund Performance*, che consiste nella descrizione, da parte del *management*, dei fattori, ivi comprese le condizioni di mercato e le tecniche e le strategie di investimento, che hanno influenzato le *performance* del fondo durante il precedente anno fiscale.

Nel progetto di riforma è stata dunque mantenuta una procedura di misurazione del rischio basata sulla descrizione, tramite un grafico a barre, dell'andamento passato delle *performance*, anche rispetto ad un indice di mercato, e su una valutazione di tipo descrittivo del rischio proprio del portafoglio del fondo, in base alle strategie di investimento prevalenti. Inoltre, viene richiesto di illustrare l'eventuale rischio relativo ad una scarsa diversificazione del fondo, e il rischio caratteristico di alcune tipologie di fondi. Non vengono invece prese in considerazione misure del rischio di tipo quantitativo, in quanto ritenute di difficile comprensione per l'investitore.

Per quanto riguarda le commissioni, la proposta di modifica più importante riguarda l'esplicitazione delle commissioni pagate all'*advisor* e all'eventuale *sub-advisor*; tale modifica, nelle intenzioni della Sec, dovrebbe rendere più trasparente l'informativa al risparmiatore.

Un'altra proposta avanzata dalla Sec consiste nell'introduzione della cosiddetta "*Rule 498*", relativa ad una nuova forma di documento informativo, il *profile*, che dovrebbe contenere, in una forma più sintetica rispetto al prospetto, una serie di informazioni "chiave" riferite al fondo, riguardanti tra l'altro gli obiettivi e le strategie di investimento, il rischio, le *performance*, le commissioni, le procedure di acquisto e di riscatto delle quote e il trattamento fiscale⁽³⁾.

Un'ulteriore proposta fatta dalla Sec riguarda l'introduzione della regola 35d-1, relativa alla denominazione del fondo: tale regola stabilisce, sulla base dell'*Investment Company Act*, che un fondo il cui nome faccia riferimento ad una determinata tipologia di investimento debba investire almeno l'80 per cento dei propri *assets* (rispetto al 65 per cento attuale) in quella specifica categoria di strumenti finanziari. Tale proposta di riforma prende atto dell'importanza basilare che può avere il nome di un fondo in una scelta di investimento, e tende ad evitare che i risparmiatori possano essere tratti in inganno dall'adozione di una denominazione cui non corrisponda un'effettiva politica gestionale.

(3) *Tale documento dovrebbe includere tutti gli elementi contenuti nella nota sintetica iniziale del prospetto, fornendo quindi un'informativa efficace e standardizzata sulle caratteristiche più importanti del fondo stesso. Sulla base della proposta Sec, l'investitore potrebbe effettuare la propria scelta di investimento sulla base del profile, mentre riceverebbe comunque il prospetto al momento della conferma dell'acquisto. E' prevista, tuttavia, e l'investitore deve esserne informato, la possibilità di richiedere comunque il prospetto prima di prendere la decisione finale di investimento. Nelle intenzioni della Sec, il profile potrebbe essere esteso anche ad altre forme di investimento, come le gestioni separate attuate dalle compagnie di assicurazione e gli unit investment trusts.*

APPENDICE E

EQUIVALENZA TRA POLIZZE A CAPITALIZZAZIONE E PRODOTTI FINANZIARI

Si propone qui di seguito una formalizzazione dell'equivalenza finanziaria fra una polizza a capitalizzazione e l'acquisto di un portafoglio composto da uno *zero coupon bond* e una *call option*, basantesi su alcune ipotesi di lavoro. In primo luogo si ipotizza l'esistenza di mercati dei capitali perfetti, in cui vi sia perfetta informazione e assenza di costi transattivi. Si assume inoltre che le decisioni finanziarie dei risparmiatori siano prese a prescindere dall'effetto della legislazione fiscale e che nelle polizze in esame vi sia un'assenza totale della componente assicurativa ovvero che il risparmiatore assegni un'utilità pari a zero alla componente assicurativa.

Si consideri il caso in cui il contratto assicurativo garantisca a scadenza, a fronte del versamento iniziale del risparmiatore, un rendimento pari al maggiore fra un minimo garantito e quello generato da un determinato fondo. È importante evidenziare che i contratti di questo tipo prevedono che il rendimento minimo sia assicurato solo su una parte del capitale versato dal risparmiatore.

Si pone dunque:

$$X = S_t + p \tag{1}$$

dove X è la somma versata dal risparmiatore, S_t rappresenta la quota di capitale su cui è garantito il rendimento minimo e p è la somma trattenuta dalla compagnia come rimborso spese.

Dalla *put call parity* sappiamo che

$$c(r,t,S_t) = p(r,t,S_t) + S_t - kv(t,T) \tag{2}$$

dove

r è il tasso di interesse istantaneo di un titolo privo di rischio;

$kv(t,T)$ è il valore al tempo t di uno *zero coupon bond* di valore nominale pari a k che scade in T ;

S_t è il valore al tempo t di una attività finanziaria;

$c(r,t,S_t)$ è una *call option* di tipo europeo valutata in t al tasso r e scritta su una qualsiasi attività sottostante S_t ;

$p(r,t,S_t)$ è una *put option* di tipo europeo valutata in t al tasso r e scritta su una qualsiasi attività sottostante S_t .

Si può quindi scrivere:

$$X = S_t + p(r,t,S_t) = kv(t,T) + c(r,t,S_t) \tag{3}$$

Per dimostrare l'equivalenza finanziaria fra queste polizze a capitalizzazione e un portafoglio costituito da uno *zero coupon bond* e una *call option* si dovrà verificare che tale portafoglio, il secondo membro della (3), generi gli stessi risultati economici offerti dalle suindicate polizze.

Si deve considerare una condizione aggiuntiva relativa alla necessità di garantire un rendimento minimo sulla somma S_t . Per farlo si pone:

$$kv(t,T) = S_t \tag{4}$$

Ipotizzando che S_t sia il valore del fondo dove confluiscono i soldi del risparmiatore all'epoca t , a scadenza si possono verificare due ipotesi:

1. $S_T > S_t$
2. $S_T < S_t$

Nel caso in cui si verifichi la prima ipotesi occorre dimostrare che, affinché sia assicurato un rendimento minimo, l'ultimo termine della (3) sia almeno uguale a S_T .

Si deve ossia almeno avere che:

$$k + c(r,T,S_T) = S_T > S_t \tag{5}$$

Questa ipotesi è sempre verificata, poiché il risultato a scadenza di un portafoglio costituito da uno *zero coupon bond* e da una *call option* (sintetizzato nella Tavola 1) è uguale al $\max(k, S_T)$.

TAV. 1

	$S_T > k$	$S_T < k$
ke^{-rt}	k	k
$c(r,t,S_t)$	$S_T - k$	0
<i>RISULTATO</i>	S_T	k

Nel caso in cui si verifichi la seconda eventualità, la condizione (4) che si è posta consente di affermare che il valore a scadenza dello *zero coupon bond* sarà sicuramente sempre maggiore di S_t ossia:

$$k > S_t \tag{6}$$

Di conseguenza visto che in questa ipotesi $S_T < S_t$ e considerando la (6), si avrà che sarà sempre verificata la seguente condizione:

$$k > S_t > S_T \quad (7)$$

Quindi, nel caso in cui il valore a scadenza dell'attività del fondo sia minore del valore al momento della stipula del contratto, si riesce a garantire un rendimento minimo al risparmiatore, visto che il valore dell'espressione $k + c(r, T, S_T)$ sarà uguale a k , con $k > S_T$.

APPENDICE F

LA NORMATIVA STATUNITENSE IN MATERIA DI GESTIONI ASSICURATIVE SEPARATE

Negli Stati Uniti, sotto la normativa attuale, le gestioni separate relative a contratti di assicurazione sulla vita e ad operazioni di capitalizzazione sono soggetti alla stessa disciplina dei "periodic payment plans"⁽¹⁾.

Tale equiparazione ha determinato l'adozione, anche per le gestioni separate, di una normativa piuttosto rigida, soprattutto per quanto riguarda i limiti all'ammontare delle commissioni, che sono piuttosto stringenti; la Sec, che in base all'*Investment Company Act* disciplina le commissioni di tipo "finanziario", ha ritenuto che tali limiti, che nel caso dei *periodic payment plans* servono ad evitare abusi a danno degli investitori,⁽²⁾ non siano invece giustificati nel caso di gestioni separate, a causa delle differenti caratteristiche di queste ultime, ed hanno determinato una scarsa competitività sul mercato americano dei contratti caratterizzati da gestioni separate rispetto ai contratti di assicurazione "ordinari"⁽³⁾.

Un ulteriore aspetto della disciplina che la Sec intende modificare riguarda ancora le commissioni, ed in particolare il ruolo dell'Autorità di vigilanza nel disciplinare queste ultime.

Attualmente, infatti, le commissioni di tipo "assicurativo" sono assoggettate alla regolamentazione fissata dai singoli Stati⁽⁴⁾.

Secondo l'Autorità di vigilanza statunitense, tuttavia, da un lato non sarebbe possibile operare una distinzione così netta tra commissioni assicurative e finanziarie - e quindi anche una parte delle commissioni cd. assicurative dovrebbe ricadere sotto la disciplina dell'*Investment Company Act* -

(1) Si tratta di contratti tramite i quali si acquistano, in modo rateizzato, quote di un fondo comune di investimento di tipo aperto, e corrispondono ai nostri PAC (Piani di accumulo).

(2) Tali abusi riguardano soprattutto il caso, molto frequente nei periodic payment plans, che il piano venga terminato prima del completamento dei pagamenti programmati.

(3) Le gestioni separate differiscono dai periodic payment plans soprattutto in termini di benefici e servizi che il contraente riceve, di livello di patrimonializzazione delle società "sponsor" del contratto nei due casi e di presenza, nel caso delle gestioni separate, di una normativa nazionale che tutela notevolmente l'investitore.

(4) Disciplina stabilita dal McCarran-Ferguson Act del 1945.

dall'altro tale distinzione potrebbe generare degli abusi⁽⁵⁾, nella misura in cui le compagnie di assicurazione realizzino un trasferimento fittizio di costi da una categoria di commissioni ad un'altra, per eludere la normativa più stringente relativa alle commissioni di tipo finanziario.

Per risolvere questi problemi, la Sec ha recentemente proposto una serie di modifiche alla disciplina delle gestioni separate:

- l'eliminazione dell'equiparazione tra i *periodic payment plans* e le gestioni separate in materia di limiti all'ammontare delle commissioni;
- l'assoggettamento all'*Investment Company Act*, e di conseguenza alla giurisdizione della Sec, di tutte le categorie di commissioni.

In base alle proposte di riforma elaborate dalla Sec, non vi sarebbero più, come nella normativa attuale, dei limiti stringenti relativi alle singole tipologie di commissioni, ma resterebbe solo un limite - peraltro non numerico - riferito al totale delle commissioni stesse, determinato in base ad una valutazione di "ragionevolezza" - secondo l'entità e la natura dei servizi offerti - che sarebbe affidata alla stessa compagnia di assicurazione⁽⁶⁾.

Tali modifiche avvicineranno notevolmente la disciplina delle gestioni separate a quella dei fondi comuni non caratterizzati da *periodic payment plans*, per i quali non sono stabiliti negli Stati Uniti dei limiti massimi per quanto concerne le commissioni⁽⁷⁾. La Sec ha infatti ritenuto che le gestioni separate, a causa delle loro caratteristiche, dovessero avere lo stesso grado di "libertà" dei *mutual funds* aperti nella determinazione delle commissioni, a condizione che queste fossero chiaramente evidenziate e non eccessive.

La proposta della Sec affida inoltre alla stessa Autorità di vigilanza il potere di fissare degli *standards* di ragionevolezza⁽⁸⁾ del livello delle commissioni che caratterizzano una gestione separata; la fissazione di tali *standards* avrebbe lo scopo di "bilanciare" il maggiore livello di flessibilità tramite la fissazione di regole generali da parte della Sec.

Nel quadro delle modifiche normative proposte, e per garantire una maggiore trasparenza informativa, la Sec ha inoltre previsto l'introduzione di una *registration form* specifica per le

(5) Tali abusi possono riguardare, ad esempio, l'utilizzo delle commissioni di rischio e di mortalità per "finanziare" l'attività di "distribuzione" dei contratti da parte della compagnia di assicurazione.

(6) Si è discusso se tali previsioni dovessero riguardare, oltre alle gestioni separate relative ad assicurazioni sulla vita, anche quelle riferite a contratti di capitalizzazione, in quanto per queste ultime, a causa della loro tipologia, risulta meno giustificata la fissazione di commissioni rilevanti a prevalente natura assicurativa. Tuttavia, la Sec ha ritenuto che anche per questa tipologia contrattuale la soluzione migliore fosse quella di fornire un'informativa esauriente riguardante le commissioni stesse.

(7) L'*Investment Company Act* ha come obiettivo, per quanto riguarda i fondi comuni, di tutelare l'investitore da un livello di commissioni ritenuto "eccessivo", lasciando nello stesso tempo ai fondi un'adeguata "flessibilità" nella gestione.

(8) Gli *standards* di ragionevolezza proposti dall'Autorità di vigilanza per le gestioni separate sono simili a quelli previsti per le *sales charges* dei fondi comuni dall'*Investment Company Act*.

compagnie di assicurazione e di informazioni standardizzate in forma grafica (ad esempio tabellare) da inserire sia all'interno dei prospetti, sia nei documenti aggiuntivi.

Tali ulteriori proposte hanno lo scopo di migliorare la comprensione, da parte del contraente, dei costi del prodotto, e di consentire un miglior confronto tra diversi (e concorrenti) strumenti finanziari.

APPENDICE G

NORME PREVISTE DA ALCUNI ORDINAMENTI ESTERI IN MATERIA DI OFFERTA AL PUBBLICO DI VALORI MOBILIARI DA PARTE DI BANCHE

GRAN BRETAGNA

Norme relative all'offerta al pubblico di titoli non quotati in mercati regolamentati contenute⁽¹⁾:

a) Offerta al pubblico finalizzata alla quotazione

Art. 159. Financial Services Act 1986

(1) Nessuno può effettuare o far in modo che siano effettuate in Gran Bretagna offerte di valori mobiliari finalizzate alla quotazione in un mercato regolamentato senza aver prima ottenuto l'approvazione di un prospetto contenente le informazioni dei titoli oggetto dell'offerta da un "mercato riconosciuto" (sono tali quelli che vengono approvati dal *Secretary of State*). Il prospetto deve essere altresì consegnato per l'iscrizione presso il Registro delle società (*Registrar of Companies*). Inoltre, nessun contratto avente ad oggetto i titoli cui si riferisce l'offerta può essere concluso senza che siano stati previamente espletati gli adempimenti di cui sopra.

(2) Le norme sopra citate non si applicano se il prospetto è stato trasmesso al registro delle imprese nei precedenti 12 mesi e se il "mercato regolamentato" certifica che il pubblico può rinvenire dal prospetto e da tutte le notizie pubblicate in occasione dell'ammissione dei titoli alla quotazione, tutte le informazioni necessarie per effettuare un investimento consapevole.

b) Offerta al pubblico non finalizzata alla quotazione

Art. 160

(1) Nessuno può offrire o far in modo che siano offerti valori mobiliari, "per mezzo di offerte primarie o secondarie", senza aver prima ottenuto l'approvazione di un prospetto contenente le informazioni dei titoli oggetto dell'offerta da un "mercato riconosciuto" (sono tali quelli che vengono approvati dal *Secretary of State*). Il prospetto deve essere altresì consegnato per l'iscrizione presso il Registro delle società (*Registrar of Companies*). Parimenti, nessun contratto avente ad oggetto i titoli cui si riferisce l'offerta può essere concluso senza che siano stati previamente espletati gli adempimenti di cui sopra.

Per offerta primaria si deve intendere qualsiasi offerta (differente da quelle di cui all'art. 159, comma 1,) effettuata da o per conto dell'emittente; offerta secondaria è quella effettuata per conto proprio da un soggetto possessore di titoli. La norma è finalizzata a far in modo che l'obbligo di

(1) *Fonte:* Financial Services Act, 1986.

redazione del prospetto non sia eluso tramite un'offerta fatta ad una terza parte, con l'intenzione che questa poi si rivolga al pubblico.

Sono previste alcune esenzioni. Una nuova disposizione, l'art. 160A, attribuisce il potere al *Secretary of State* di esentare le offerte dalle disposizioni sopra elencate se ritenga:

- che l'offerta abbia carattere "privato" (offerta non rivolta al pubblico);
- che l'offerta sia solo incidentalmente qualificabile come rivolta ad un investimento;
- che l'offerta sia diretta a soggetti sufficientemente esperti per comprendere i rischi connessi all'investimento;
- che l'offerta non rientri tra quelle per le quali sono previsti gli obblighi in argomento (si tratta di un potere ampiamente discrezionale).

Non esistono esenzioni per l'offerta di obbligazioni (o titoli similari) delle banche.

STATI UNITI D'AMERICA

Il *Securities Act* del 1933 stabilisce che tutte le disposizioni in esso contenute non si applicano a qualsiasi titolo emesso o garantito da una banca (art. 3, commi 2 e 3).

SPAGNA

Il Regio Decreto 291 del 27 marzo 1992, in tema di emissione e offerta pubblica di vendita di valori mobiliari, impone che dette attività possono essere svolte a condizione che i soggetti interessati effettuino una comunicazione alla Commissione spagnola e quest'ultima abbia rilasciato il nulla osta in relazione alla pubblicazione di un prospetto informativo.

Detti obblighi vengono meno nel caso di emissioni effettuate da banche relativamente a valori mobiliari che debbano essere rimborsati entro 12 mesi e sempre che detti valori siano negoziabili esclusivamente tra l'emittente e la sua clientela; così pure nel caso di emissioni di titoli che devono essere rimborsati entro 12 mesi offerti ad investitori istituzionali o professionali. Inoltre, non sono soggette agli obblighi di cui sopra le emissioni dirette ad un numero di investitori inferiore a 50 o se relative ad un valore inferiore a 500 milioni di pesetas, se non è stata svolta alcuna attività pubblicitaria.

Infine, il Decreto Ministeriale del 12 luglio 1993 in tema di prospetto informativo stabilisce che, se l'emittente è soggetto a vigilanza prudenziale del Banco di Spagna, la Commissione spagnola può chiedere al soggetto emittente o all'offerente la prova che gli organi di vigilanza prudenziale hanno espresso parere favorevole in ordine al contenuto del prospetto. Detto parere si limiterà a constatare la congruenza delle informazioni contenute nel prospetto con il bilancio della società e con altri dati disponibili al pubblico.

FRANCIA

La legge 67-833 del 28 settembre 1967, istitutiva della Cob, prevede all'art. 6 (come modificato dalla legge 85-1321 del 14 dicembre 1985) l'obbligo per tutte le società che fanno appello al pubblico risparmio di pubblicare un documento destinato all'informazione del pubblico relativo all'organizzazione e alla situazione finanziaria della società. L'obbligo di pubblicare detto documento sussiste anche nel caso in cui i titoli oggetto della sollecitazione non siano ancora stati ammessi alla quotazione ufficiale di una borsa valori.

La Cob ha emesso il regolamento 88-04 il quale impone una serie di disposizioni in tema di pubblicazione del documento di cui sopra, definito "*note d'information*".

Il regolamento stabilisce che il carattere pubblico della sollecitazione risulta dalla diffusione dei titoli oltre una cerchia ristretta di persone, dall'ammissione degli stessi alle negoziazioni di una borsa valori e dal ricorso, per l'attività di collocamento dei titoli, ad un intermediario finanziario. La diffusione tra il pubblico è presunta nel caso in cui il titolo sia diffuso tra un numero superiore a 300 soggetti.

L'art. 12 del regolamento in parola stabilisce che l'emittente è esentato dall'obbligo di pubblicare la "*note d'information*" nei casi in cui:

- l'operazione di sollecitazione ha già dato luogo alla pubblicazione di una "*note d'information*" da meno di un anno;
- l'operazione corrisponde al pagamento di dividendi di azioni;
- l'operazione è riservata ad un limitato numero di soggetti ed è comunque stata accompagnata da un'informazione sufficiente all'assemblea della società;
- l'operazione è riservata ai dipendenti;
- l'operazione consiste nell'utilizzazione di riserve;
- l'operazione consiste nella conversione di obbligazioni.

Non vi sono esenzioni per l'offerta di obbligazioni (o titoli simili) di banche.

Il Regolamento Cob 91-02 del 23 dicembre 1991 attiene alle informazioni che devono essere fornite al pubblico in caso di emissione (e di offerta) finalizzata all'ammissione alla quotazione. In tal caso vi è l'obbligo di redigere un documento definito "*prospectus*". I casi di esenzione di cui all'art. 13 non riguardano le obbligazioni delle banche.

ELENCO DEI QUADERNI DI FINANZA CONSOB

- N. 1 *Insider trading e obblighi di divulgazione delle informazioni sui mercati finanziari*, di S. Barsella (giugno 1990)
- N. 2 *Interdipendenza e integrazione delle principali borse internazionali: Milano e gli altri negli anni '80*, di S. Barsella, L. Filippa, P.L. Parcu (febbraio 1991)
- N. 3 *Legge 2 gennaio 1991, n. 1 «Disciplina dell'attività dell'intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari» (Raccolta completa degli atti parlamentari)*, a cura di M. Veronesi (marzo 1991)
- N. 4 *Realtà e prospettive del mercato ristretto*, di G. D'Agostino, L. Filippa, P.L. Parcu (settembre 1991)
- N. 5 *Il sistema della revisione e certificazione dei bilanci. Attualità e ipotesi di modifica* (agosto 1992)
- N. 6 *Rapporto sulla tassazione dei capital gains*, di M. Bianchi, S. Boffano, L. Filippa, M.C. Guerra (novembre 1992)
- N. 7 *La fusione di società con azioni quotate in borsa. Aspetti giuridici*, di G.G. Moglia, R. Ristuccia (giugno 1993)
- N. 8 *Esperienze in materia di offerte pubbliche di acquisto*, Atti del convegno sull'Opa, Senato della Repubblica (maggio 1994)
- N. 9 *Privatizzazioni, mercato azionario e governo dell'impresa* (aprile 1995)
- N. 10 *Privatizzazioni e riforma del diritto societario*, Atti del convegno, Senato della Repubblica (agosto 1995)

NUOVA SERIE

- N. 11 *Documenti* Interventi del Presidente della Consob E. Berlanda: *Ruolo delle banche nella prospettiva di recepimento della direttiva comunitaria in materia di servizi di investimento*, Milano 18 settembre 1995; *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, Villa d'Este di Cernobbio 14 ottobre 1995; *La Consob e i gruppi di società*, Venezia 18 novembre 1995 (Dicembre 1995)
- N. 12 *Studi e Ricerche* *Pubblico e privato nella disciplina dei mercati mobiliari. Proposte di revisione del sistema italiano*, di M. D'Alberti (Dicembre 1995)
- N. 13 *Studi e Ricerche* *Tra regolamentazione e sviluppo: fini e modalità dell'intervento pubblico nel mercato azionario*, di S. Fabrizio e C. Scarpa (Gennaio 1996)
- N. 14 *Documenti* Interventi del Commissario della Consob A. Zurzolo: *Il ruolo del Garante del mercato dei capitali*, Roma 1 dicembre 1995; *Il ruolo della certificazione ed i mercati finanziari e mobiliari*, Milano 16 gennaio 1996; *Collegio sindacale e internal auditors*, Milano 19 aprile 1996 (Maggio 1996)
- N. 15 *Studi e Ricerche* *Assetti proprietari e struttura del settore: un'analisi delle Sim e delle fiduciarie*, di M. Bianchi, S. Fabrizio e G. Siciliano (Maggio 1996)
- N. 16 *Documenti* *L'armonizzazione delle regole contabili nella prospettiva dei mercati finanziari europei*, Atti del convegno, Università Bocconi (Agosto 1996)

- N. 17 *Documenti* Interventi del Commissario della Consob A. Zurzolo: *Corporate Governance*, Stresa 6 giugno 1996; *Collegio sindacale e società di revisione: evoluzioni e prospettive*, Torino 13 settembre 1996; *Società mercato e diritti degli azionisti: uno statuto per l'efficienza del mercato finanziario*, Milano 17 settembre 1996 (Ottobre 1996)
- N. 18 *Documenti* Interventi del Presidente della Consob E. Berlanda: *Le vicende del Gruppo Olivetti*, Camera dei Deputati, Roma 9 ottobre 1996; *Globalizzazione dei mercati e quotazione in borsa*, Villa d'Este di Cernobbio 17 ottobre 1996; *Note su una proposta di riforma del governo societario in Italia*, Pavia 18 ottobre 1996; *Le vicende del Banco di Napoli*, Senato della Repubblica, Roma 5 novembre 1996 (Novembre 1996)
- N. 19 *Studi e Ricerche* *Gestione di patrimoni e tutela degli investitori*, di E. Pagnoni e L. Piatti (Gennaio 1997)
- N. 20 *Documenti* *Il mercato degli strumenti derivati over-the-counter in Italia*, di G. Lusignani, P. Mammola e D. Sabatini (Agosto 1997)
- N. 21 *Documenti* *Il risparmio gestito in Italia - Caratteristiche generali e problemi di regolamentazione*, Intervento del Commissario della Consob M. Onado (Agosto 1997)
- N. 22 *Studi e Ricerche* *Ricerche sull'industria dei servizi mobiliari in Italia*, Atti del convegno, Università Statale di Milano (Volume I, Ottobre 1997)
- Ricerche sull'industria dei servizi mobiliari in Italia*, Atti del convegno, Università Statale di Milano (Volume II, Novembre 1997)
- N. 23 *Documenti* *La regolamentazione dei mercati finanziari: problemi attuali e prospettive future*, Atti del convegno, Senato della Repubblica, Roma 6 dicembre 1996 (Dicembre 1997)
- N. 24 *Studi e Ricerche* *Studi in materia di Opa*, di R. Di Salvo, A. Macchiati, G. Siciliano e S. Providenti (Gennaio 1998)
- N. 25 *Studi e Ricerche* *Volatilità dei titoli industriali e volatilità dei titoli finanziari: alcuni fatti stilizzati*, di M. Bagella e L. Becchetti (Gennaio 1998)
- N. 26 *Documenti* *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano*, audizione del Presidente della Consob T. Padoa-Schioppa presso la Commissione Finanze della Camera dei Deputati (Febbraio 1998)
- N. 27 *Studi e Ricerche* *Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems: A Law and Economics Perspective*, di J.R. Macey e M. O'Hara (Maggio 1998)
- N. 28 *Documenti* *Lavori preparatori per il Testo unico della Finanza. Servizi e strumenti di impiego del risparmio* (Giugno 1998)

LE PUBBLICAZIONI CONSOB

- **RELAZIONE ANNUALE**

Illustra l'attività svolta annualmente dall'Istituto e dà conto delle questioni in corso, degli indirizzi e delle linee programmatiche definite dalla Commissione nelle varie materie di competenza istituzionale.

- **BOLLETTINO MENSILE**

Riporta i provvedimenti e le comunicazioni interpretative della Consob nonché altre notizie di pubblica utilità sull'attività istituzionale.

- **NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA»**

Contiene informazioni, complementari a quelle del Bollettino, sull'attività dell'Istituto e sul mercato mobiliare.

- **RACCOLTA NORMATIVA**

Riporta i testi integrati e coordinati delle leggi, dei regolamenti e delle disposizioni di carattere generale della Consob che disciplinano il mercato mobiliare.

- **QUADERNI DI FINANZA**

Raccolgono contributi scientifici di approfondimento su materie rilevanti nell'ambito delle competenze istituzionali.

- **CONSOBTEL**

Dal 1° aprile 1996 è attiva la banca dati telematica CONSOBTEL, che contiene tutte le pubblicazioni della Consob ed altre informazioni di pubblica utilità. CONSOBTEL è accessibile mediante il sistema di banche dati ISPOLITEL-GURITEL, distribuito dall'*Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato*. Costo abbonamento (1° gennaio-31 dicembre 1998): Lit 250.000+Iva (due ore di franchigia; Lit 2.000/min.+Iva per tempi di connessione superiori).

Tutte le pubblicazioni Consob sono naturalmente disponibili anche in formato cartaceo. I canoni annuali di abbonamento ed i prezzi dei singoli fascicoli (ove previsti) sono i seguenti:

- RELAZIONE ANNUALE: Lit 40.000, estero: Lit 55.000.
- BOLLETTINO (abbonamento 12 numeri mensili + le varie *Edizioni Speciali*): Lit 300.000, estero: Lit 350.000; singoli numeri: Lit 30.000, estero: Lit 35.000.
- NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA» (abbonamento 50 numeri settimanali): via Postel: Lit 80.000, estero: Lit 120.000; via fax: Lit 160.000, estero: Lit 230.000.
- RACCOLTA NORMATIVA: Lit 130.000.
- QUADERNI DI FINANZA (abbonamento 6 numeri): Lit 120.000, estero: Lit 150.000; singoli numeri: Lit 24.000, estero: Lit 30.000.

Gli abbonamenti si sottoscrivono facendo pervenire l'importo esatto con assegno bancario sbarrato intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA, oppure con versamento sul c/c p. n. 387001 sempre intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA.

Ulteriori informazioni su condizioni e modalità di abbonamento:

ISTITUTO POLIGRAFICO E ZECCA DELLO STATO



167-864035 • 06-8508.2221 • 06-8508.2149

