

BOZZA

ASSOGESTIONI

ASSOCIAZIONE ITALIANA DELLE SOCIETA' ED ENTI
DI GESTIONE MOBILIARE E IMMOBILIARE

RELAZIONE ANNUALE DEL PRESIDENTE

PROFESSOR MARIO ARCELLI

ALL'ASSEMBLEA DEGLI ASSOCIATI

ANNO 1999

Milano, 22 marzo 2000

SOMMARIO

I. I fattori evolutivi dell'industria del risparmio gestito in Italia	1
II. L'evoluzione del settore dei fondi comuni.....	3
III. L'evoluzione delle società di gestione.....	7
IV. L'evoluzione normativa.....	9
V. La nuova struttura associativa.....	13

I. I fattori evolutivi dell'industria del risparmio gestito in Italia

Il 1999 è stato l'anno di esordio dell'euro e di avvio della politica monetaria unica guidata dalla Banca Centrale Europea. A seguito di ciò, si sono fortemente ridotte le segmentazioni dei mercati monetari e finanziari.

Lo scenario macro-economico del 1999, a differenza del 1998 che potremmo definire l'anno delle convergenze, è stato contrassegnato da fenomeni di notevole volatilità dei mercati finanziari e dei capitali, a causa soprattutto della dispersione delle attese sul grado di pericolosità delle pressioni inflazionistiche e sugli interventi delle autorità monetarie, nonché delle tensioni sul mercato internazionale dei cambi.

Per quanto concerne la moneta europea, dopo un esordio positivo ad inizio anno, l'euro ha subito un progressivo deprezzamento rispetto al dollaro, favorito anche da un atteggiamento di "benign neglect" assunto dalla Banca Centrale Europea. Il divario fra la crescita statunitense e quella europea, nonché il differenziale sui tassi di interesse che su tutte le scadenze è risultato a vantaggio del dollaro, hanno contribuito al continuo rafforzamento della valuta americana che, da una iniziale parità di 1,178 nei confronti dell'euro, nel corso del mese di dicembre ha perforato la soglia del cambio "uno a uno".

L'imprevisto protrarsi di una dinamica molto sostenuta dell'economia americana, che continua ininterrottamente da otto anni, nonché il costante incremento dei prezzi del petrolio espressi in dollari e dei prodotti energetici e i connessi timori di inflazione rappresentano i principali fattori che, nel corso del 1999, hanno determinato una brusca quanto rapida inversione di tendenza nell'andamento dei tassi di interesse.

Alla fine del primo quadrimestre si è venuta perciò ad interrompere anche in Eurolandia la fase di discesa del livello dei tassi di interesse a breve - culminata in aprile con la decisione della BCE di ridurre al 2,50% il tasso delle operazioni di rifinanziamento principale (fig. 1) - mentre i tassi a lungo si impennavano a partire da maggio, dando luogo nel secondo semestre ad una serie di correzioni verso l'alto, che diminuivano lo spread nei confronti dei tassi americani, pure orientati al rialzo (fig. 2).

Il persistere della forte crescita economica negli Usa, collegata agli stimoli della New Economy, e la ripresa del ciclo nei mercati emergenti e in Giappone hanno incoraggiato l'investimento azionario nei principali mercati (fig. 3). Nell'ultimo trimestre del 1999, la percezione della velocità del cambiamento generato dalla diffusione di Internet ha prodotto un'accelerazione nella valorizzazione delle azioni, aprendo nuove prospettive ma anche accrescendo volatilità e rischio dei mercati. Le incertezze sono state accresciute dai timori per il "millennium bug", peraltro superati senza particolari inconvenienti.

In Italia, gli investitori hanno intrapreso la via della diversificazione del rischio, anche in seguito alla performance non soddisfacente dei portafogli obbligazionari, sia per i bassi rendimenti offerti sia per l'inversione dei tassi di interesse a lungo termine a partire da aprile. Il conseguente deflusso di risorse dai titoli di stato e obbligazionari a quelli di partecipazione al capitale di rischio ha così contraddistinto l'anno trascorso (fig. 4).

Il processo di diversificazione degli investimenti non avrebbe potuto essere più significativo: i flussi di sottoscrizioni dei fondi e degli altri strumenti finanziari consentono di mettere in luce il cambiamento radicale che ha avuto luogo nel corso dell'anno. Una popolazione sostanzialmente legata all'investimento nel reddito fisso di elevato merito di credito ha decisamente imboccato la via della diversificazione del rischio e della crescita, anche culturale, nel processo di investimento.

L'esplosione del mercato per i collocamenti in borsa, non più trainato esclusivamente dal processo di privatizzazione ma ormai esteso anche alle imprese familiari più dinamiche e innovative, ha mostrato, con la forza dei rendimenti offerti dai nuovi comparti, la dovizia di opportunità di investimento che erano rimaste in parte trascurate.

Le operazioni di concentrazione nel mondo bancario, le OPA e negli ultimi mesi la fiammata delle quotazioni dei titoli "Internet" hanno rafforzato le tendenze nei processi di riallocazione del risparmio.

I dati della Borsa Italiana segnalano che il numero dei collocamenti sul mercato primario (IPOs) ha raggiunto i massimi storici nell'anno decorso (fig. 5). Le IPOs si sono concentrate tendenzialmente in due periodi dell'anno (fig. 6): la prima serie è stata parzialmente penalizzata dall'andamento del titolo Telecom che ha seguito l'annuncio di scissione - poi rientrata - di TIM, la seconda serie viceversa ha coinciso con un periodo di crescita della borsa italiana e di quelle europee in generale.

Nel periodo autunnale si è assistito al vero cambiamento del cosiddetto 'sentiment' di mercato che ha determinato anche una svolta nei flussi di sottoscrizione sia direttamente dei titoli azionari sia indirettamente dei prodotti di gestione ad elevato contenuto azionario.

L'esigenza di diversificare il proprio portafoglio, e quindi di includere strumenti finanziari più complessi e singolarmente più rischiosi, ha fatto fare un ulteriore balzo in avanti alla quota del risparmio che viene gestita da intermediari (fig. 7). Si è passati dal 25,9% di fine '97 al 42,8 di fine '99, con una crescita più che proporzionale dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali e più contenuta dei fondi pensione e delle gestioni assicurative. Oltre all'aumento del risparmio gestito rispetto al patrimonio investito autonomamente dal risparmiatore, altrettanto significativo è l'aumento del peso del patrimonio gestito per singolo abitante (fig. 8) che passa in Italia dai 2.200 euro a fine '96 agli 11.000 euro a fine '99, facendo raggiungere al Paese un traguardo importante. Il patrimonio complessivamente gestito dai fondi comuni e SICAV di diritto italiano è infatti pari a 475.298 milioni di euro, terzo valore più elevato a livello europeo, e a 537.405 milioni di euro se si considera anche il controvalore delle sottoscrizioni effettuate dagli investitori italiani nei fondi cd. lussemburghesi storici e nei fondi di diritto estero appartenenti a gruppi italiani (fig. 9).

La crescita dell'investimento nel capitale di rischio nel portafoglio degli investitori istituzionali e lo sviluppo della borsa italiana hanno certamente contribuito a creare le condizioni per la configurazione di un nuovo e più moderno modello di governo della società quotata italiana (fig. 10). Esso ha trovato una verifica empirica significativa in occasione degli eventi societari che hanno interessato il nostro mercato nell'anno decorso; un riscontro di sicura rilevanza, che se da un lato ha palesato la sostanziale adeguatezza della cornice disciplinare predisposta dal testo unico della finanza, dall'altro ha mostrato la centralità del ruolo dell'investitore istituzionale nelle dinamiche di corporate governance a difesa degli interessi del mercato.

Ed è proprio in direzione di un rafforzamento della dialettica societaria interna che si è contribuito da parte di tutti i soggetti impegnati nel mercato a configurare il codice di autodisciplina delle società quotate che è stato recentemente adottato dalla Borsa Italiana. L'introduzione di amministratori non esecutivi indipendenti, la creazione di comitati per la nomina degli amministratori e per la determinazione dei compensi, una più chiara identificazione dei ruoli e delle responsabilità all'interno del consiglio di amministrazione costituiscono elementi di certo atti a dare nuovi equilibri al sistema di governo societario, garantendo una maggiore dialettica nei processi decisionali.

Diviene ora necessario assicurare un'adesione diffusa ai principi del codice, considerata l'assenza di strumenti di "enforcement" che ne garantiscano l'effettività; ed è quindi in fase di attuazione del codice che la comunità finanziaria deve mostrare compattezza e coerenza aggiungendo una costante attenzione alle prassi applicative, unico e vero fondamento e motore di quei meccanismi reputazionali che si rendono necessari in caso di inosservanza delle regole di autodisciplina.

II. L'evoluzione del settore dei fondi comuni

Passando ora a un esame più specifico, dall'evoluzione che si è avuta nel settore dei fondi comuni, solo per i quali sono disponibili dati analitici, risulta evidente che nel corso del 1999 l'industria italiana dei fondi comuni di investimento è stata caratterizzata da un vistoso e significativo fenomeno di "asset reallocation" (fig. 11).

Le tabelle che seguono mostrano, da un duplice punto di vista, i valori di asset allocation a inizio e fine anno. Le rilevazioni sono compiute sulla base della nuova classificazione che ha avuto inizio a gennaio 1999 (fig. 12).

La prima tabella esprime un'informazione sull'asset allocation dal *punto di vista dell'investitore*, indicando il peso delle categorie dei fondi rispetto al patrimonio netto complessivo. Per evidenziare il valore delle componenti azionaria ed obbligazionaria, le vigenti categorie Assogestioni sono state riconsiderate in modo tale che i fondi Bilanciati ricomprendano le categorie Bilanciati, Obbligazionari Misti e Flessibili e i fondi Obbligazionari ricomprendano le categorie Obbligazionari (escluso i Misti) e Liquidità.

Asset allocation tra i fondi

Fondi per categoria	Fine gennaio 1999	Fine dicembre 1999
Azionari	18,95 %	29,53 %
Obbligazionari	58,35 %	47,32 %
Bilanciati	22,70 %	23,15 %

La seconda tabella esprime un'informazione sull'asset allocation decisa dalle *società di gestione*, ovviamente nel rispetto dei limiti posti dalla classificazione Assogestioni. Il termine "Altro" identifica, in senso lato, la componente di liquidità di portafoglio.

Asset allocation del portafoglio

Asset primario	Fine gennaio 1999	Fine dicembre 1999
Obbligazioni	69,86 %	58,63 %
Azioni	21,85 %	35,62 %
Altro	8,29 %	5,76 %

L'indicazione più importante che proviene dai dati è il consistente riposizionamento del risparmio gestito dalle obbligazioni alle azioni. La quota investita in azioni, come risulta dalla seconda tabella, manifesta una crescita di 14 punti percentuali. Si osservi che in base alla prima tabella a fine gennaio 1999 il patrimonio gestito per la categoria Assogestioni dei fondi Azionari era circa 1/3 del patrimonio gestito per la categoria dei fondi Obbligazionari.

A fine anno il medesimo rapporto è quasi 2/3. Valutando congiuntamente le categorie Azionari e Bilanciati, il rapporto supera l'unità.

I dati sull'asset allocation forniscono altre indicazioni. Anzitutto, sebbene il peso dei Bilanciati rispetto al patrimonio complessivo sia rimasto stabile nel corso dell'anno, in considerazione della maggiore incidenza dell'investimento azionario la loro propensione al rischio è presumibilmente aumentata, così come è da ritenere si sia avuto per la categoria Azionari. In secondo luogo, il valore della componente di liquidità (rappresentato dalla voce "Altro") nel corso dell'anno diminuisce di oltre due punti percentuali. Ciò è segno di una gestione patrimoniale più specializzata.

La tabella che segue evidenzia la variazione nel patrimonio gestito per ogni singola categoria Assogestioni. Ciò permette di valutare l'effettivo riscontro che ogni categoria di fondi ha avuto presso il pubblico degli investitori. Anche questa rilevazione inizia dal gennaio 1999 per tener conto della nuova classificazione (fig. 13).

CATEGORIA	PATRIMONIO GESTITO Mil. euro		VARIAZIONE % 1999	
	31 gen. 99	31 dic. 99	Flusso Netto	Patrimonio
AZIONARI	74.316	140.359	42,94	88,87
Italia	26.910	26.458	-23,27	-1,68
Area Euro	1.790	6.442	168,99	259,89
Europa	16.679	36.023	73,52	115,98
America	5.903	9.617	30,49	62,92
Pacifico	5.003	23.639	207,88	372,50
Paesi Emergenti	1.200	3.661	106,22	205,08
Internazionali	10.716	18.422	34,48	71,91
Altre specializzazioni	6.115	16.096	92,02	163,22
BILANCIATI	31.010	51.119	47,33	64,85
OBBLIGAZIONARI	270.649	257.214	-4,22	-4,96
Misti	56.076	53.456	-4,08	-4,67
Area Euro B/T	66.430	75.161	12,21	13,14
Area Euro M/L Term.	83.822	69.236	-14,02	-17,40
Area Europa	13.515	8.560	-33,28	-36,66
Area Dollaro	4.048	4.370	-0,52	7,95
Area Yen	119	357	163,03	200,00
Paesi Emergenti	1.819	2.963	37,99	62,89
Internazionali	26.665	26.058	-4,66	-2,28
Altre specializzazioni	18.156	17.052	-3,76	-6,08
FONDI LIQUIDITA'	14.217	21.143	46,72	48,72
Area Euro	14.217	21.143	46,72	48,72
FLESSIBILI	1.922	5.464	138,93	184,29

Negli undici mesi dell'anno decorso la crescita complessiva dell'industria risulta del 21,2%, determinata per oltre la metà da un flusso positivo di raccolta netta, ma sale al 27,7% se si assume come rilevazione iniziale il 31 dicembre 1998. Principali protagonisti di questa crescita sono stati i fondi Azionari e i Bilanciati. Notevole anche il comportamento delle nuove categorie dei Fondi Flessibili e di Liquidità, e tuttavia il loro peso relativo sul patrimonio gestito è ancora limitato. Gli Obbligazionari hanno registrato una diminuzione di circa 5 punti percentuali, anche se il dato nasconde una notevole eterogeneità tra i relativi comparti.

Entrando nel dettaglio delle singole categorie, alcuni fatti meritano di essere sottolineati.

La categoria Azionari Pacifico, grazie all'andamento dei mercati di tale area geografica, si è contraddistinta per la crescita più sostenuta, sia in termini di performance sia di flusso netto. Gli Azionari Europa diventano la categoria con il più alto patrimonio in gestione tra i fondi azionari, superando per importanza gli Azionari Italia. Questo fatto merita un'attenta riflessione. Confrontando i valori delle due categorie sorprende come, a fronte di performance abbondantemente positive, i flussi di raccolta netta siano talmente diversi. Una differenza così marcata evidenzia una tendenza di asset reallocation all'interno del comparto azionario, caratterizzata da una ricomposizione di portafoglio a favore dell'azionario Europa ed Euro. Tenendo conto che una delle prerogative dell'investimento in fondi è la diversificazione del portafoglio, la tendenza appena evidenziata costituisce un positivo segnale di competitività e dinamismo della nostra industria nell'adeguarsi ai mutamenti in atto nei sistemi economici del continente. Essa mostra inoltre che la diversificazione internazionale dei portafogli si accompagna ad una crescente specializzazione.

I fondi comuni di investimento devono il proprio successo in misura non trascurabile anche alla totale trasparenza dei costi che l'investitore è tenuto a sostenere (fig. 14). Il nuovo regolamento della Consob, che disciplina la redazione dei prospetti, ha introdotto il cosiddetto 'expense ratio' tra i dati da indicare nella seconda parte del prospetto medesimo, che deve essere aggiornata annualmente. L'expense ratio rappresenta una misura di grande efficacia e trasparenza e pone ancora una volta l'industria dei fondi in Italia alla frontiera nell'applicazione di standard di tutela e informazione del risparmiatore.

L'analisi della struttura dei costi per i fondi comuni impone alcune considerazioni di ordine più generale. Come illustreremo più avanti, l'evoluzione dell'industria della gestione procede verso un forte consolidamento che rispecchia le fusioni e le acquisizioni che hanno avuto luogo nel mondo bancario. Questo consolidamento comporterà necessariamente una evoluzione dell'articolazione dell'industria rispetto ai distributori e ai fornitori di servizi di supporto. Pertanto le politiche di prezzo verranno ad assumere un ruolo sempre più centrale in relazione all'espansione e all'aggiornamento dei canali distributivi (reti bancarie, reti di promotori e forme di collocamento a distanza, prima fra tutte Internet) ma anche alla incidenza della consulenza di pianificazione finanziaria che li caratterizza.

La rilevanza delle politiche di prezzo emerge dalla crescente articolazione della struttura di costo che deve consentire una commercializzazione calibrata sulle capacità contrattuali delle diverse classi di sottoscrittori, sui diversi orizzonti di investimento, sui diversi canali distributivi, come già detto, e soprattutto rispondere alla logica della piena concorrenzialità del mercato dei servizi di investimento. La dinamica di lungo periodo che caratterizzerà le politiche di prezzo non potrà inoltre non riflettere le potenziali economie di scala. Tali economie si possono analizzare sia dalla prospettiva del singolo fondo, per una dimensione ottimale del portafoglio gestito, sia partendo dal gestore come unità di analisi, per una dimensione ottimale della struttura di gestione nella sua tendenza alla specializzazione.

Le modalità di strutturazione dei costi che gravano sui fondi dovranno necessariamente tenere conto di questa evoluzione dell'industria e modificare la propria impostazione, come del resto in altre aree: da una regolamentazione rigida ad una più flessibile, che sposta il punto di equilibrio verso la trasparenza.

Alcuni problemi fondamentali attendono poi una soluzione urgente. In primo luogo l'asimmetria regolamentare tra gestioni individuali in fondi e fondo di fondi, laddove il secondo prodotto non può essere remunerato per il servizio di asset allocation effettuato investendo in fondi propri mentre le GPF mantengono, giustamente, tale possibilità. Si

disconosce in tal modo, nella sostanza, proprio l'innovazione che si è voluto introdurre con il fondo di fondi: quella di offrire a una clientela di massa un articolato e trasparente servizio di asset allocation. In secondo luogo occorre provvedere all'eliminazione di una anomalia tutta italiana che ha reso finora impossibile la creazione di fondi che prevedano un diverso regime commissionale pur in presenza di un'unica specializzazione di investimento, per soddisfare più compiutamente le esigenze della clientela sia al dettaglio sia istituzionale.

L'evoluzione del contesto internazionale rende ancora più significativa l'analisi dell'industria italiana rispetto a quella che caratterizza gli altri paesi dell'Unione e il mercato americano (fig. 15).

Il patrimonio dei fondi comuni di diritto italiano ha registrato negli ultimi 3 anni un tasso medio di crescita pari al 67%, e al 70,2% se si includono i dati relativi ai fondi di diritto estero promossi da gruppi finanziari italiani che vengono sottoscritti da investitori residenti in Italia. Anche nel corso del 1999 la crescita dei fondi italiani, pari al 27,7%, pur ridimensionata rispetto agli anni precedenti, è tra le più elevate tra quelle avutesi nei diversi paesi europei. Il tasso di crescita medio annuale dei fondi italiani è inferiore solo a quello registrato dal mercato francese, pari al 31,3%, mentre è superiore a quello del mercato tedesco (24,2%) e inglese (21,9%).

Grazie alla raccolta positiva e all'andamento favorevole delle borse mondiali, anche per il 1999 l'Italia si colloca al terzo posto nella graduatoria delle masse amministrative nei paesi europei, posizionandosi, come l'anno scorso, dopo la Francia e il Lussemburgo. Peraltro, come noto a tutti gli operatori, quest'ultimo Paese offre solamente la sede amministrativa ai fondi, mentre la gestione vera e propria e il collocamento avvengono nei singoli paesi dell'Unione Europea.

Differenze tra i diversi paesi si possono osservare analizzando la diversa propensione al rischio dei risparmiatori: con riferimento al patrimonio complessivo, in Inghilterra è più elevato l'investimento nei fondi azionari pari al 78,3%, in Germania lo stesso è pari al 47,3%, mentre profili di rischio/rendimento più moderati si ritrovano in Francia, dove l'investimento in tale tipologia di fondi si cifra al 17,8% del patrimonio. Si ricorda che in Italia a fine dicembre 1999 i fondi azionari rappresentavano il 29,5%. La ricomposizione del portafoglio verso l'investimento azionario ha qui ancora ampio spazio di crescita.

I recenti provvedimenti legislativi in materia di esenzione dei redditi di natura finanziaria conseguiti da soggetti non residenti - previsti per gli interessi dei depositi bancari e per le plusvalenze su strumenti finanziari quotati - sono stati introdotti per favorire l'afflusso dei capitali esteri in Italia. Essi quindi hanno interessato anche i fondi esteri ed i risparmiatori italiani hanno un motivo in più per acquistare strumenti esteri di risparmio gestito (fig. 16). Infatti, il fondo estero che investe in Italia non subisce alcuna imposizione sul risultato della gestione maturato nell'anno e può offrire nel tempo rendimenti superiori dovuti alla possibilità di reinvestire risorse sulle quali non sono state prelevate imposte. Tale vantaggio, nel disegno del legislatore, avrebbe dovuto essere eliminato in capo al risparmiatore attraverso l'applicazione di un apposito coefficiente di rettifica al momento del realizzo del reddito; di questo coefficiente, però, ad oggi non vi è ancora traccia. Si rammenti, poi, che le stesse norme di esenzione di cui si è detto favoriscono i non residenti nell'acquisto diretto delle attività finanziarie risultando quindi penalizzati proprio i prodotti italiani del risparmio gestito, che non possono garantire ai non residenti rendimenti al lordo di imposta in tempi brevi e senza oneri documentali (fig. 17). Con queste premesse è corretto chiedersi se, in un

contesto di elevata competitività tra strumenti finanziari, e quindi anche tra gestori professionali del risparmio, accentuata dalle diverse aliquote previste nei singoli paesi dell'Unione Europea, non sia giunto il momento di fare tesoro dell'esperienza finora acquisita per mantenere fermi alcuni elementi di maggiore innovazione introdotti dalla recente riforma fiscale, quali ad esempio il principio che il patrimonio gestito deve essere tassato in maniera unitaria dopo aver determinato un risultato privo di imposte alla fonte, e giungere ad uniformare tutti i sistemi di tassazione del risparmio tassando i redditi soltanto nel momento in cui essi sono realizzati. Tale indirizzo da un lato farebbe venir meno i condizionamenti di natura fiscale che ora orientano le scelte di investimento dei soggetti residenti, dall'altro ci porrebbe nella condizione di proporre all'estero i nostri prodotti senza imposte, evidenziando gli effettivi rendimenti che i fondi e le gestioni sono in grado di offrire.

III. L'evoluzione delle società di gestione

I mutamenti organizzativi che sono stati posti in essere nell'anno passato testimoniano la vitalità, la funzionalità e l'efficienza del modello normativo disegnato dal testo unico della finanza per le società di gestione del risparmio. Di ciò va dato pieno riconoscimento, unito all'invito ai gruppi associati di coglierne e di utilizzarne tutte le opportunità industriali.

Le nuove SGR si pongono al centro di due fenomeni di concentrazione, uno che attiene all'estensione dei prodotti e dei servizi di investimento precedentemente offerti da diverse entità appartenenti al gruppo e che, nello spirito del nuovo assetto legislativo, vengono conferiti alla SGR, l'altro che attiene ai processi di fusione dei gruppi di appartenenza e che quindi riflette una tendenza più generale dell'industria finanziaria e creditizia (fig. 18). Le SGR si vanno infatti strutturando come l'unico asset manager di gruppo e assumono la gestione e la promozione non solo dei fondi comuni di investimento ma anche degli altri prodotti, quali i fondi pensione, le gestioni individuali per privati ed istituzioni, le gestioni su mandato di SGR terze, i portafogli di proprietà di banche e assicurazioni.

La spinta verso una crescita delle attività di gestione proviene inoltre e non secondariamente dai processi di fusione e acquisizione del sistema bancario. L'attività di asset management in generale e di fund management in particolare sono un tipo di industria con economie di scala elevatissime. La concentrazione risponde ad una logica ancora più diretta e incontestabile di quella che presiede alle fusioni nei servizi bancari: l'aumento di efficienza deriva contemporaneamente da un forte risparmio sui costi e da una marcata razionalizzazione degli schemi organizzativi, che, in un settore ad elevatissimo utilizzo di capitale umano, implica un altrettanto forte aumento di produttività e di qualità del servizio erogato.

I dati che esemplificano l'evoluzione delle dimensioni della nostra industria della gestione, in Italia e in un contesto europeo, sono molto significativi. Nel 1997 un solo gruppo italiano impegnato nella gestione di fondi comuni si collocava tra i primi dieci in Europa per entità degli asset gestiti. Nel 1998 i gruppi sono diventati due. Nel corso del 1999 sono saliti a tre, collocando così l'industria della gestione tra le poche industrie nazionali che non presentano debolezze strutturali nel confronto europeo.

Nel 1997 i primi tre gruppi di gestione di fondi detenevano il 32% del patrimonio complessivo (fig. 19); a fine 1999 i primi tre gruppi sono arrivati a gestire il 52%. Se si prendono in considerazione i primi dieci gruppi si passa dal 70% del 1997 all'80% del 1999. Sommando questa concentrazione delle quote di mercato con i tassi di crescita dell'industria

nel suo complesso si delinea la dimensione del cambiamento a livello di singoli gruppi finanziari.

La capacità di investire in sistemi informativi tecnologicamente avanzati e in formazione del capitale umano, in sintesi la capacità di aggiornare e di innovare l'industria, ha subito un'identica accelerazione. Se ancora alcuni anni fa si poteva dubitare delle reali possibilità del sistema italiano di competere in questo settore, oggi la questione si sposta ad un livello più elevato e ci possiamo chiedere 'quando', e non più 'se', la nostra industria comincerà ad espandersi in altri paesi dell'Unione Europea.

Oggi una delle caratteristiche vincenti della gestione consiste nella possibilità di armonizzare e integrare la consulenza alla vendita con la gestione del prodotto. Questa integrazione investe il modello italiano più di quanto non accada per altri paesi e in altri sistemi. L'interazione tra gestore e consulente può generare un forte valore aggiunto per il risparmiatore in quanto i consulenti possono avere accesso alla ricerca e alle informazioni degli analisti e dei gestori.

A questo riguardo non possiamo non soffermare la nostra attenzione su un fenomeno di grande rilievo che ha iniziato a manifestarsi in modo particolarmente significativo nella seconda parte dell'anno decorso e del quale, con tempestività e preoccupazione, le società di gestione del risparmio devono prendere coscienza per porre in essere gli opportuni rimedi. Ci riferiamo all'atteggiamento critico mostrato dai risparmiatori verso i servizi finanziari del risparmio gestito del comparto obbligazionario, frutto, talvolta, di una non adeguata attenzione alle reali esigenze e ai corretti profili di rischio della nuova clientela acquisita negli ultimi anni con un prevalente orientamento alla vendita dei prodotti piuttosto che al servizio e alla soddisfazione della stessa (fig. 20).

Su tale versante l'Assogestioni intende apportare il proprio contributo attraverso una sempre più affinata elaborazione dell'indagine sui sottoscrittori che sia utile, da un lato, a fornire un quadro più completo delle caratteristiche personali e sociali di coloro che si affidano alla gestione collettiva del risparmio nonché della loro distribuzione territoriale e, da un altro lato, a far comprendere alle società di gestione e alle relative strutture commerciali la vitale importanza della raccolta e della analisi dei dati sulla clientela ai fini della costruzione di prodotti rispondenti alle diverse, mutevoli e crescenti esigenze di questa e di una articolata tipologia di servizi diretti a mantenere e a sviluppare il rapporto con un cliente sempre più informato, più esperto e più aperto ad una cultura di mercato e quindi in grado di compiere scelte alternative.

La società di gestione, in specie nell'ambito del gruppo di appartenenza, deve sentirsi e farsi responsabile in via complementare del collocamento, richiedendo una piena integrazione con i collocatori per costruire con essi un corretto approccio al cliente in termini di profilo di rischio e di pricing (fig. 21). La soddisfazione del cliente è cruciale per il consolidamento e lo sviluppo del risparmio gestito, nella consapevolezza che è sempre più intorno al risparmio gestito che si costruisce la vendita anche degli altri prodotti finanziari.

Le società di gestione del risparmio possono oggi promuovere e offrire a distanza i propri prodotti e servizi, adottando determinate cautele (fig. 22). A tal fine, in applicazione delle norme regolamentari si è ritenuto che sia la e-mail sia il sito Internet costituiscano potenziali tecniche di comunicazione a distanza, rendendosi irrilevante il fatto che, nel secondo caso, il contatto individuale con l'investitore avvenga su iniziativa di quest'ultimo.

La legittima sollecitazione all'investimento per il tramite della rete informatica è dunque resa possibile. La necessità della forma scritta per la stipula iniziale del contratto e gli adempimenti imposti dalle norme antiriciclaggio costituiscono gli ultimi ostacoli a che anche la fase di instaurazione del rapporto negoziale possa svolgersi interamente tramite rete. Tuttavia, l'imminente piena operatività della firma elettronica e le recenti aperture riguardo alla possibilità di valersi dell'identificazione del cliente già realizzata da altri intermediari potrebbero rapidamente rimuovere anche tali ostacoli.

La portata della regolamentazione in materia di offerta a distanza è stata precisata sotto un ulteriore profilo. L'obbligo di avvalersi di promotori finanziari, fissato dalle norme per quelle tecniche che consentano una comunicazione individualizzata e una interazione immediata, a meno che l'attività non sia svolta su autonoma iniziativa dell'investitore, è stato ritenuto sussistere con riguardo alla e-mail e non anche al sito Internet e ciò, per quest'ultimo, in ragione delle sue particolari caratteristiche tecniche. Per questa via l'utilizzo del web site consente alla società di gestione del risparmio di offrire i propri prodotti anche senza l'ausilio delle reti di promotori finanziari, ma ciò richiederà una più precisa indicazione delle caratteristiche dei fondi offerti e lo sviluppo e la cura di un dialogo interattivo con i clienti.

L'operare congiunto dei tradizionali canali distributivi e di Internet (fig. 23) comporterà verosimilmente in un primo tempo aggravii di costo collegati alla nuova struttura e diminuzione dei margini nelle commissioni percepite sui collocamenti realizzati per via telematica. Ciò stimolerà la razionalizzazione delle organizzazioni interne e di collocamento dei prodotti finanziari, per migliorare i risultati in un contesto sempre più competitivo che accelererà l'espansione del mercato. I gestori che anticiperanno gli eventi avranno maggiori probabilità di affermazione. E' infatti prevedibile che, per migliorare i livelli di profitto, la competizione tra le società di gestione diventerà nel tempo sempre più intensa e mirata a conquistare maggiori quote di mercato e a neutralizzare la concorrenza estera. E' una sfida alla quale non ci si può sottrarre anche perché il risparmiatore-investitore italiano, per ora in misura limitata, può già di fatto, tramite la rete, venire in contatto indifferentemente con l'offerta di prodotti italiani ed esteri. Per questi ultimi, tuttavia, la sollecitazione all'investimento è legittima solo ove siano rispettati gli adempimenti previsti per la commercializzazione in Italia di prodotti e di servizi finanziari.

IV. L'evoluzione normativa

Nell'anno decorso è stato approvato il nuovo regolamento da parte della Consob in materia di sollecitazione all'investimento che ha modificato lo schema di prospetto per l'offerta al pubblico di quote o azioni di organismi di investimento collettivo (fig. 24). Nel complesso il nuovo prospetto informativo presenta una struttura più snella di quella prevista in passato. Lo stesso regolamento di gestione del fondo è stato da esso scorporato ed incluso tra la documentazione disponibile su richiesta dell'investitore.

Sotto il profilo contenutistico la nuova disciplina ha accolto la proposta dell'Associazione, illustrata nella Relazione dell'anno precedente, secondo la quale una volta aderito all'operazione complessiva di sollecitazione, a seguito della consegna del prospetto unico e della sottoscrizione del relativo modulo, è possibile effettuare non solo versamenti aggiuntivi su uno stesso fondo ed operazioni di passaggio ad altri, ma pure nuovi versamenti riguardanti ulteriori fondi illustrati nel prospetto anche inseriti successivamente alla prima sottoscrizione, senza necessità di una nuova consegna del documento d'offerta e della sottoscrizione di un'ulteriore modulo di adesione.

Per quanto riguarda la redazione dei nuovi prospetti informativi, la vostra Associazione, al fine di facilitare l'individuazione dei contenuti necessari, ed anche per favorire tempi più rapidi di approvazione da parte dell'Organo di controllo, ha predisposto, con la collaborazione dei competenti uffici della Consob, uno schema-tipo di prospetto (fig. 25).

Nel contesto della redazione del nuovo prospetto informativo, l'Assogestioni, inoltre, al fine di agevolare le società di gestione nel processo di adeguamento alla normativa vigente circa l'adozione del parametro oggettivo di riferimento (benchmark), ha promosso in primo luogo l'approfondimento delle metodologie e delle problematiche connesse all'utilizzo di detto parametro e, in secondo luogo, ha compiuto un attento lavoro di monitoraggio di come esso trovi applicazione nell'industria italiana dei fondi (fig. 26). Sul primo fronte, al quale hanno contribuito diversi esponenti delle società di gestione associate, l'Associazione ha realizzato l'edizione di un manuale per il corretto utilizzo del benchmark che è stato distribuito in molte migliaia di copie e che è reso disponibile sul sito Assogestioni. Sul secondo fronte sono stati raccolti i dati riguardanti le scelte effettuate dai gestori. Tali dati hanno ancora carattere di provvisorietà, ma alcune tendenze sembrano già emergere con una certa significatività. Anche questa seconda analisi è resa disponibile sul sito dell'Associazione.

All'inizio di questo nuovo anno, circa un quinto delle società di gestione di fondi comuni italiani hanno avuto l'approvazione da parte della Consob del nuovo prospetto informativo e della scelta dei benchmark in esso contenuta, quantomeno per una parte dei relativi prodotti offerti. Quasi la metà delle rimanenti società ha in corso l'istruttoria di approvazione e attende una prossima risposta dalla Autorità di controllo.

Sia per i fondi obbligazionari sia per i fondi azionari sembra esservi un prevalente utilizzo di benchmark composti, vale a dire costruiti come combinazione di più indici di mercato variamente pesati. Quest'ultima soluzione sembra portare a una identificazione più accurata del prodotto offerto e migliorare l'efficacia della comunicazione tra clienti e gestori contribuendo ad aumentare la competitività dell'industria italiana dei fondi.

Il decreto del Ministero del Tesoro del maggio scorso e il provvedimento della Banca d'Italia del settembre hanno ampliato in modo significativo la gamma delle varianti tipologiche del fondo comune da utilizzare per soddisfare una clientela sempre più larga ed esperta (fig. 27). Rispetto al sistema previgente che conosceva, quali uniche opzioni strutturali, il fondo aperto armonizzato e i fondi mobiliare e immobiliare chiusi, l'attuale disciplina ha introdotto il tipo "non armonizzato", con limiti agli investimenti più ampi e una maggiore latitudine dell'oggetto dell'investimento. Si è aperta così la possibilità di istituire fondi con particolari specializzazioni: in quote di fondi, in strumenti derivati, in depositi bancari ma anche legati a indici di mercato. Ancor più rilevante appare l'introduzione di forme strutturali innovative quali il fondo riservato e il fondo speculativo che possono perseguire una politica di investimento più aggressiva, derogatoria dei limiti prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabiliti in via generale. Al di là delle differenze sul piano organizzativo e partecipativo, i due modelli si distinguono altresì sotto il profilo delle attività per il fatto che solo il fondo speculativo può derogare anche a tutti i divieti previsti dal regolamento della Banca d'Italia; infine, unicamente per un fondo speculativo è possibile svincolarsi dall'alternativa strutturale tra forma aperta e chiusa, attraverso la previsione di modalità partecipative che consentano rimborsi e sottoscrizioni a cadenze temporali programmate.

Ma non sono solo queste le novità rilevanti introdotte dalla più recente regolamentazione. Nel disciplinare l'attività di investimento in strumenti derivati, le precedenti Istruzioni di vigilanza definivano in forma esaustiva gli strumenti ammissibili e indicavano modalità di calcolo degli impegni per ogni tipo di strumento utilizzato (fig. 28). Di conseguenza si escludeva l'applicazione per analogia di dette modalità a nuove e più evolute tipologie di strumenti finanziari. Tale impostazione viene ora superata dal nuovo regolamento con una soluzione innovativa che contempera l'esigenza di fissare limiti precisi all'impiego di strumenti finanziari atti a modificare il profilo di rischio del portafoglio di investimento con l'esigenza di utilizzare flessibilmente tutte le opportunità di investimento offerte dal mercato. Il calcolo degli impegni, vero cardine dell'architettura che regola l'utilizzo dei prodotti derivati, è costruito sulla base del cosiddetto "delta" del derivato: l'impegno massimo raggiungibile è pari al 100% del patrimonio netto del fondo, così che al fondo sia precluso l'utilizzo della leva e quindi le passività future non possano mai eccedere l'attivo netto. Tale soluzione consente di sostanziare più efficacemente i limiti posti all'attività di investimento senza dover ricorrere a restrizioni eccessivamente penalizzanti per il gestore e conferisce più ampi margini di flessibilità e di efficienza alla gestione, che ci auguriamo vorranno essere colti anzitutto attraverso un investimento adeguato nella formazione del personale.

La classificazione delle categorie dei fondi introdotta nel gennaio del 1999 in coincidenza col passaggio all'euro ha segnato un ulteriore affinamento delle categorie stesse (fig. 29). La nuova classificazione si basa su una precisa distinzione tra prodotti specializzati e prodotti che offrono un servizio di asset-allocation. Il monitoraggio dei limiti che le società di gestione si impegnano a rispettare ogni qualvolta un fondo entra in una delle categorie in vigore acquisisce un'importanza sempre maggiore sia rispetto all'affidamento accordato dal singolo sottoscrittore sia come strumento di comunicazione e informazione della rete di vendita ma ancor più come strumento ausiliare a una corretta concorrenza sui prodotti. Nell'intento di mantenere sempre aggiornata ed efficace la classificazione medesima, i limiti agli investimenti per le singole categorie vengono delineati e monitorati con precisione crescente.

L'Associazione prevede che lo sviluppo di nuovi prodotti che potenzialmente offrono una forte componente di asset allocation (fondo di fondi, fondi speculativi, fondi riservati) possano richiedere l'introduzione di un secondo schema di classificazione basata su definizioni di rischio. Le difficoltà teoriche e applicative nella costruzione di una siffatta classificazione sono molteplici e comportano obiezioni non solo in merito alla validità delle procedure di classificazione, ma anche e soprattutto obiezioni in ordine alla corretta comunicazione al cliente. Peraltro tale classificazione dovrebbe rispondere ad un diffuso bisogno di identificazione del profilo di rischio; bisogno sentito non solo a livello di risparmiatore finale, ma forse e principalmente a livello di distribuzione e consulenza alla vendita del prodotto di investimento.

Per la fiscalità delle nuove tipologie di fondi comuni, mentre non vi sono dubbi in merito all'applicazione dell'attuale regime fiscale a quei fondi che investono il proprio patrimonio in strumenti finanziari, qualche riserva deve essere invece compiuta per quelli che investono in crediti o beni diversi dagli strumenti finanziari (fig. 30). Attualmente a tali fondi, proprio perché non investono in strumenti finanziari, non sembra possibile applicare l'imposta sostitutiva del 12,50%. Occorre quindi che il legislatore intraprenda adeguate iniziative per

disciplinare anche queste tipologie. L'assenza di intervento normativo rischia infatti di penalizzare proprio le gestioni collettive che investono in crediti, dal momento che la mancanza di un regime specifico ad esse riservato può avvantaggiare nettamente i titoli emessi dalle società di cartolarizzazione che invece fruiscono di forme di imposizione sostitutiva. Altre perplessità sorgono dall'analisi della normativa fiscale riservata ai fondi immobiliari che non riconosce ancora adeguatamente la peculiarità del fondo collettivo quale strumento per l'investimento nel comparto immobiliare.

Nell'anno decorso sono stati avviati i primi fondi immobiliari di diritto italiano. Essi rappresentano un nuovo strumento di canalizzazione del risparmio verso l'investimento in beni immobili che completa la gamma dei prodotti già esistenti offerti dai gestori professionali, dai quali si attende un significativo contributo allo sviluppo del mercato anche per il patrimonio immobiliare pubblico.

L'anno appena trascorso ha registrato anche una significativa accelerazione nella istituzione dei fondi pensione (fig. 31). I dati disponibili, per altro provvisori, sui 121 fondi pensione di nuova istituzione e già attivi evidenziano un patrimonio complessivamente raccolto di circa 400 miliardi di lire per i fondi pensione aperti (fig. 32) e superiore ai 500 miliardi di lire per i fondi negoziali. Il risultato, considerando la novità di questo intermediario finanziario, ci sembra sia da valutare in modo sostanzialmente positivo e pertanto allo sviluppo di questo ramo di attività l'Associazione intende dedicare un crescente impegno.

Il decreto legislativo emanato lo scorso mese di febbraio in attuazione della delega contenuta nel disegno di legge collegato alla manovra finanziaria per l'anno 1999, offrirà, senza dubbio, un ulteriore impulso allo sviluppo della previdenza integrativa, sia collettiva sia individuale, grazie anche a un trattamento fiscale agevolato rispetto ad altre forme di investimenti. Peraltro la previsione di specifiche agevolazioni fiscali per i lavoratori dipendenti è ancora riconosciuta solo in presenza di adesioni collettive a fondi negoziali e aperti che prevedano la devoluzione di quote di accantonamento annuale al trattamento di fine rapporto.

Vi è poi da osservare che la scelta di estendere la tassazione per maturazione alle forme di previdenza complementare, fatta propria dal Governo con i provvedimenti fiscali varati lo scorso mese di febbraio, risulta particolarmente penalizzante proprio per i fondi comuni italiani. Infatti l'introduzione di una tassazione delle forme di previdenza con l'aliquota dell'11 per cento non favorisce l'acquisizione di quelle risorse finanziarie, come le quote di fondi comuni di investimento, che sono già tassate in monte. E tale penalizzazione si accentua se per quel determinato strumento finanziario è prevista un'aliquota superiore. Non si può, quindi, che riaffermare quanto già detto e cioè che per i fondi bisogna eliminare forme di tassazione in monte legate al risultato maturato.

Le nuove disposizioni consentiranno comunque la definizione di piani pensionistici individuali che potranno realizzarsi a prescindere dall'esistenza di una copertura previdenziale obbligatoria. L'anno in corso vedrà pertanto l'impegno delle società interessate e dell'Associazione nell'apportare gli adattamenti e le necessarie integrazioni ai regolamenti dei fondi pensione aperti, in modi tali da consentire che ciò avvenga nel più breve tempo possibile e, in ogni caso, entro la fine dell'anno.

V. La nuova struttura associativa

Assogestioni ha sempre inteso il proprio compito come quello di un'impresa di servizi chiamata a creare valore per i propri associati in termini di maggiori e più efficienti possibilità operative o di minori costi da sostenere nello svolgimento della loro attività di gestione del risparmio. E' questo un punto di riferimento costante e prevalente nell'azione che quotidianamente viene svolta dalle persone impegnate nell'Associazione che ben hanno presente di dover far fronte ad una competizione che non riguarda più solo le realtà più propriamente associative ma anche tutte le altre strutture che propongono e svolgono servizi per l'industria del risparmio gestito, e non solo italiane. A questa finalità è diretta la costante attenzione non solo alle nuove esigenze delle Società associate ma anche al mantenimento e alla crescita del capitale professionale e organizzativo interno.

L'Associazione ha accompagnato e sostenuto, con capacità ed efficienza riconosciute, lo sviluppo regolamentare e operativo dell'industria del risparmio gestito nel nostro Paese, ma essa deve porsi ora nuovi obiettivi strategici e di iniziativa per supportare le più recenti esigenze della medesima industria che derivano dalle mutate dimensioni della concorrenza non solo interna ma anche estera in termini di nuovi prodotti, di nuovi canali distributivi, di nuovi mercati e di nuovi settori di servizio alla clientela. Per realizzare tali obiettivi è necessario che la capacità di iniziativa sia diffusa nell'intera organizzazione associativa ma anche che sia favorita da quest'ultima. Il costante impegno ad investire nella qualità del personale che presta la propria opera in Assogestioni è diretto ad assicurare il soddisfacimento della prima condizione mentre per la seconda si è inteso provvedere attraverso una nuova articolazione degli uffici (fig. 33) che prevede distinti settori di specifica operatività e di più immediato impegno per chi ad essi risulta preposto e assegnato, sotto il coordinamento e l'indirizzo del Segretario generale e il supporto di singoli comitati appositamente costituiti nell'ambito del Consiglio direttivo.

Ci prepariamo così ad affrontare i compiti che ci avete affidato e quelli nuovi che riterrete di affidarci, consci di aver operato e di operare per accrescere nel nostro Paese le nuove opportunità e le migliori convenienze all'investimento finanziario del risparmio.

Patrimonio gestito dagli investitori istituzionali italiani e attività finanziarie delle famiglie

Dati in milioni di euro

	1996	1997	1998	1999*
FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO E SICAV	109.019	202.882	395.102	537.405
Fondi comuni italiani	101.720	189.740	371.654	474.571
Fondi comuni lussemburghesi	6.996	12.603	19.748	30.385
Fondi/Sicav estere (italiane)			3.080	31.722
Sicav	304	540	620	727
Su tot. attiv. famiglie (in %)	6,23	9,84	16,87	21,24
GESTIONI PATRIMONIALI	134.580	193.912	280.026	312.456
<i>Gestioni patrimoniali al netto delle quote di fondi comuni</i>	<i>130.345</i>	<i>161.041</i>	<i>188.169</i>	
Banche	96.821	134.515	191.029	219.784
Sim	27.196	59.397	88.997	86.963
Fiduciarie	10.564	n.d.	n.d.	
Su tot. attiv. famiglie (in %)	7,69	9,40	11,96	12,35
<i>Su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di fondi comuni</i>	<i>7,44</i>	<i>7,81</i>	<i>8,03</i>	
ASSICURAZIONI - riserve tecniche ramo vita	67.599	85.224	146.981	170.431
<i>Assicurazioni al netto delle quote di fondi comuni</i>	<i>67.323</i>	<i>84.430</i>	<i>102.587</i>	
Su tot. attiv. famiglie (in %)	3,86	4,13	6,28	6,73
<i>Su tot. attiv. famiglie (in %) al netto delle quote di fondi comuni</i>	<i>3,84</i>	<i>4,09</i>	<i>4,38</i>	
FONDI PENSIONE	51.081	53.757	59.316	61.975
Su tot. attiv. famiglie (in %)	2,92	2,61	2,53	2,45
TOTALE RISPARMIO GESTITO al netto delle quote di fondi	357.769	502.111	745.174	n.d.
Su tot. attiv. famiglie (in %)	20,43	24,35	31,75	
TOTALE RISPARMIO GESTITO al loro delle quote di fondi	362.280	535.775	881.424	1.082.267
Su tot. attiv. famiglie (in %)	20,69	25,94	37,56	42,77
TOTALE ATTIVITA' FINANZIARIE FAMIGLIE	1.751.155	2.065.628	2.346.768	2.530.639

Fonte: Elaborazione Assogestioni su dati Banca d'Italia

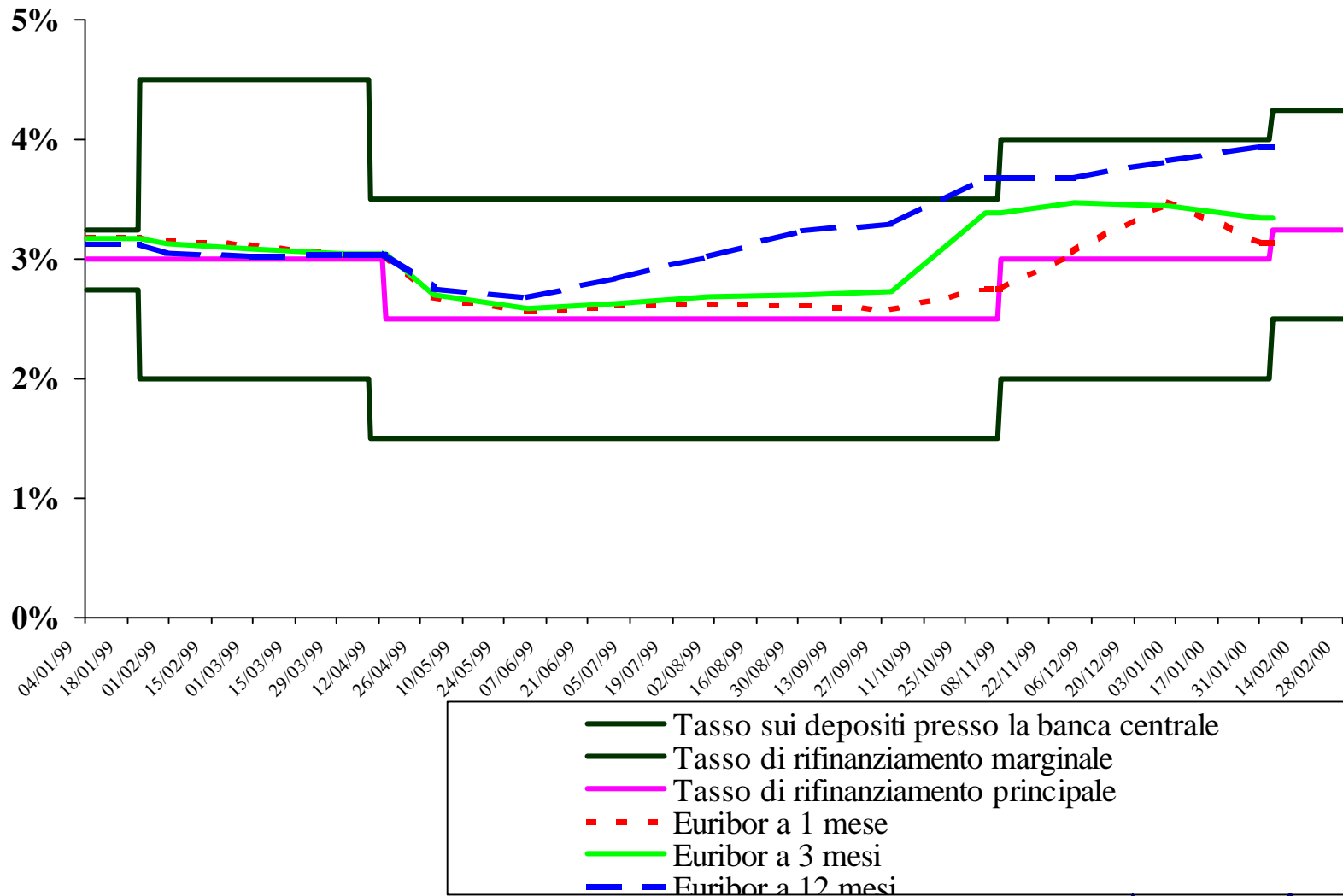
* I dati sono provvisori ad eccezione delle informazioni sui Fondi comuni d'investimento e Sicav

Relazione annuale del Presidente
prof. Mario Arcelli

Assemblea degli Associati

Milano, 22 marzo 2000

Corridoio dei tassi e tassi di interesse del mercato monetario nel 1999

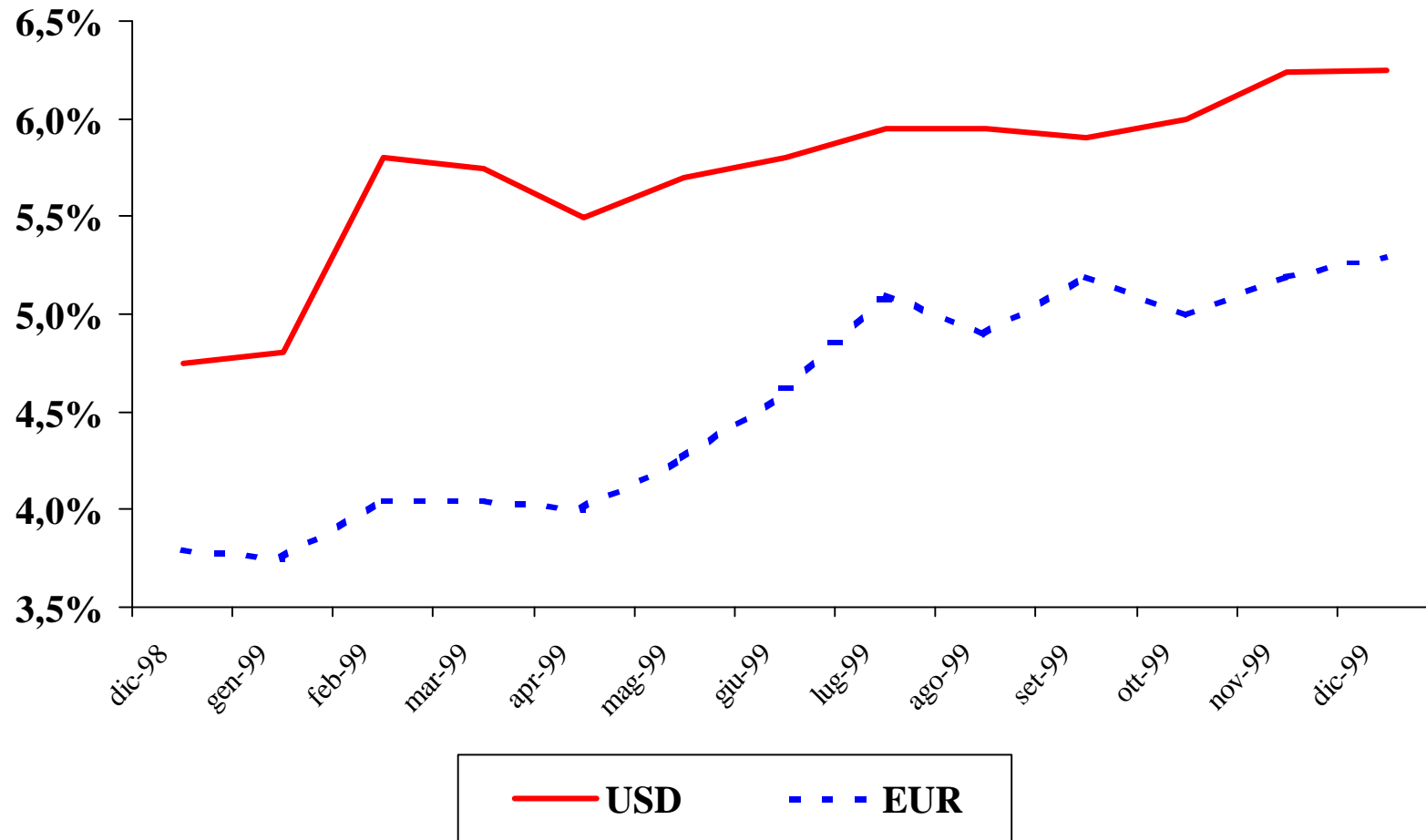


Fonte: BCE

Fig. 1

Assogestioni

Tassi a lungo termine (10 anni)

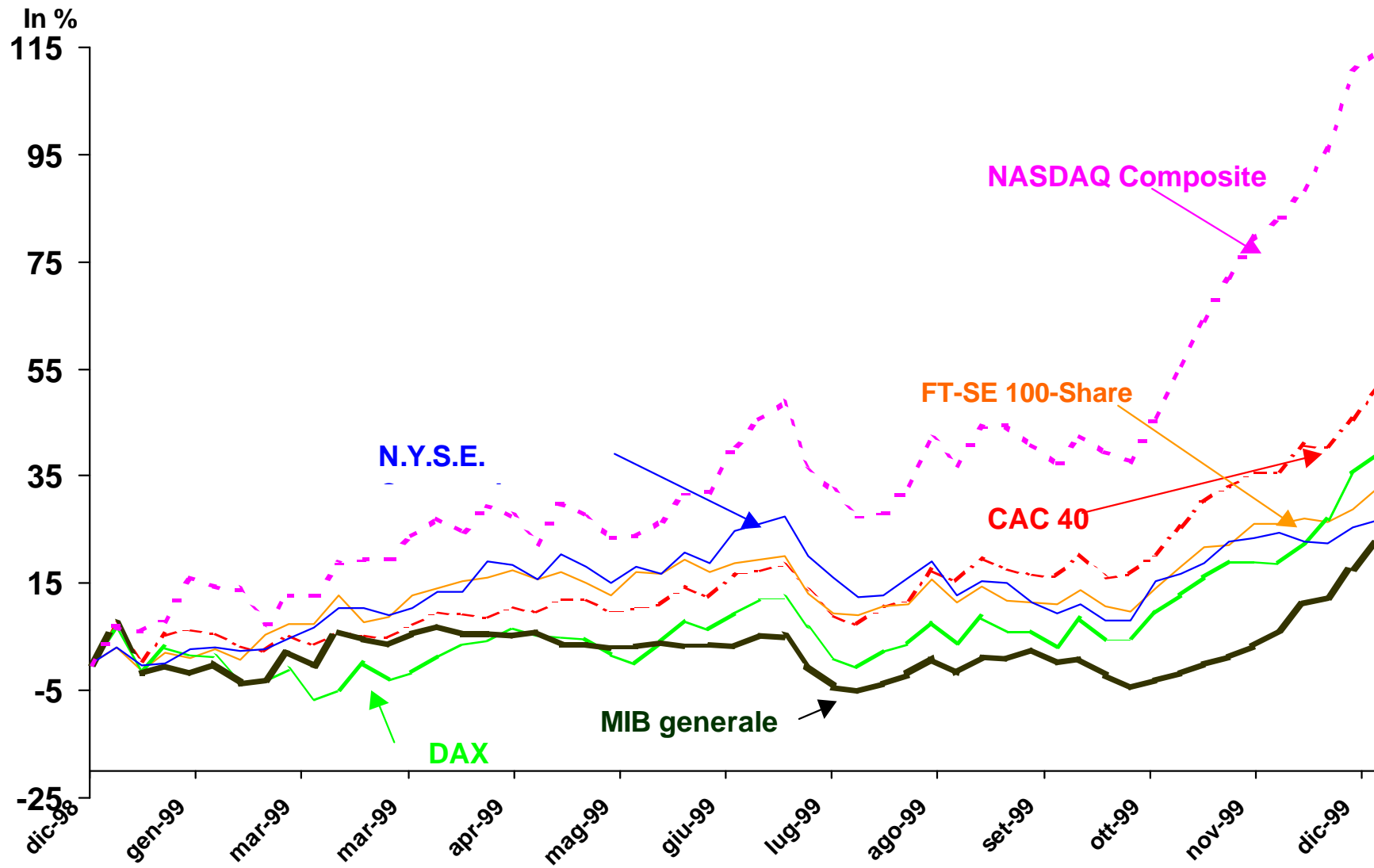


Fonte: Bloomberg

Fig. 2

Assogestioni

Variazioni degli indici di borsa nel 1999



Fonte: Money Mate

Fig. 3

Assogestioni

Evoluzione dell'allocazione delle risorse nei fondi comuni

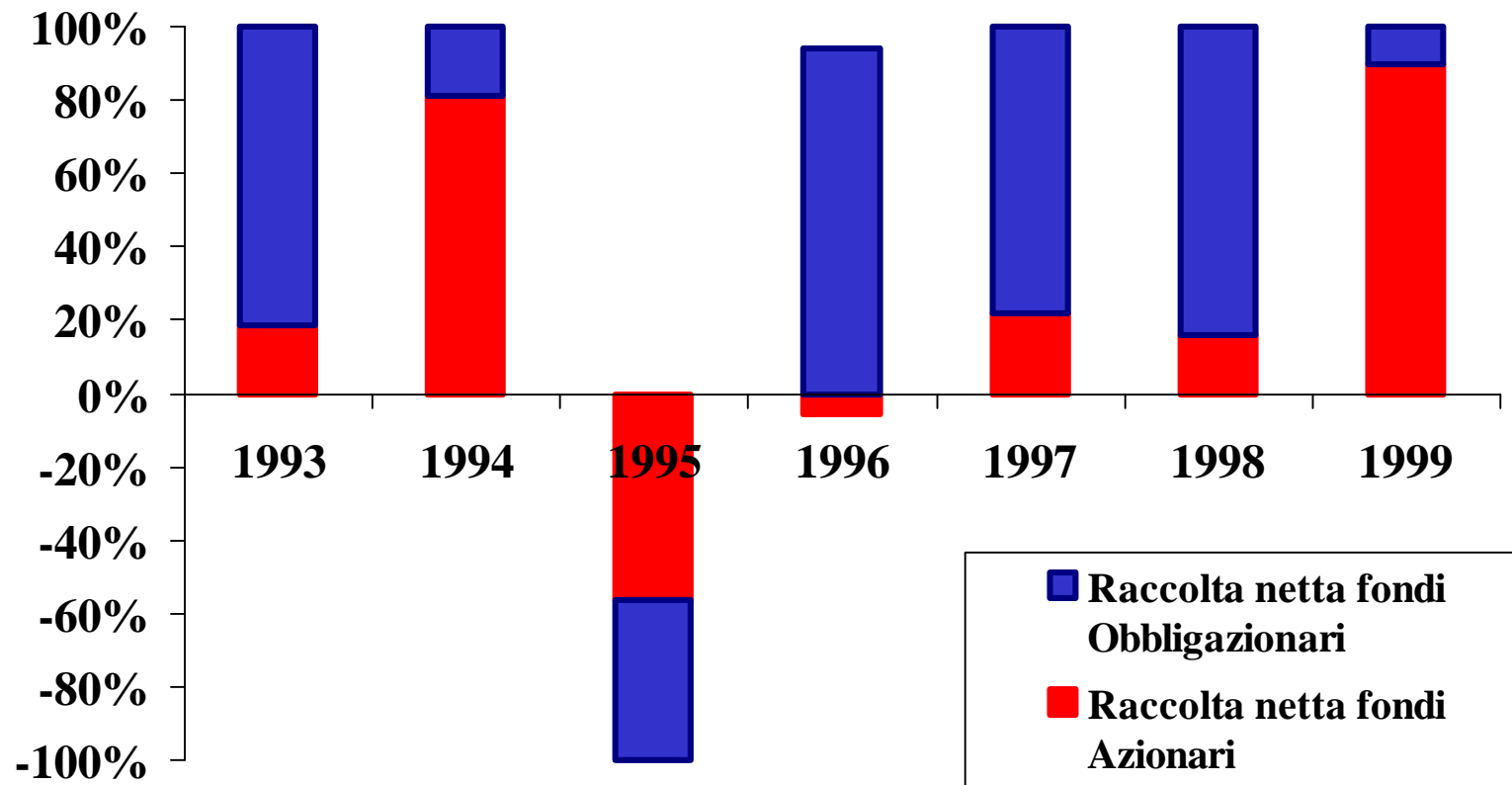


Fig. 4

Assogestioni

IPO del 1999

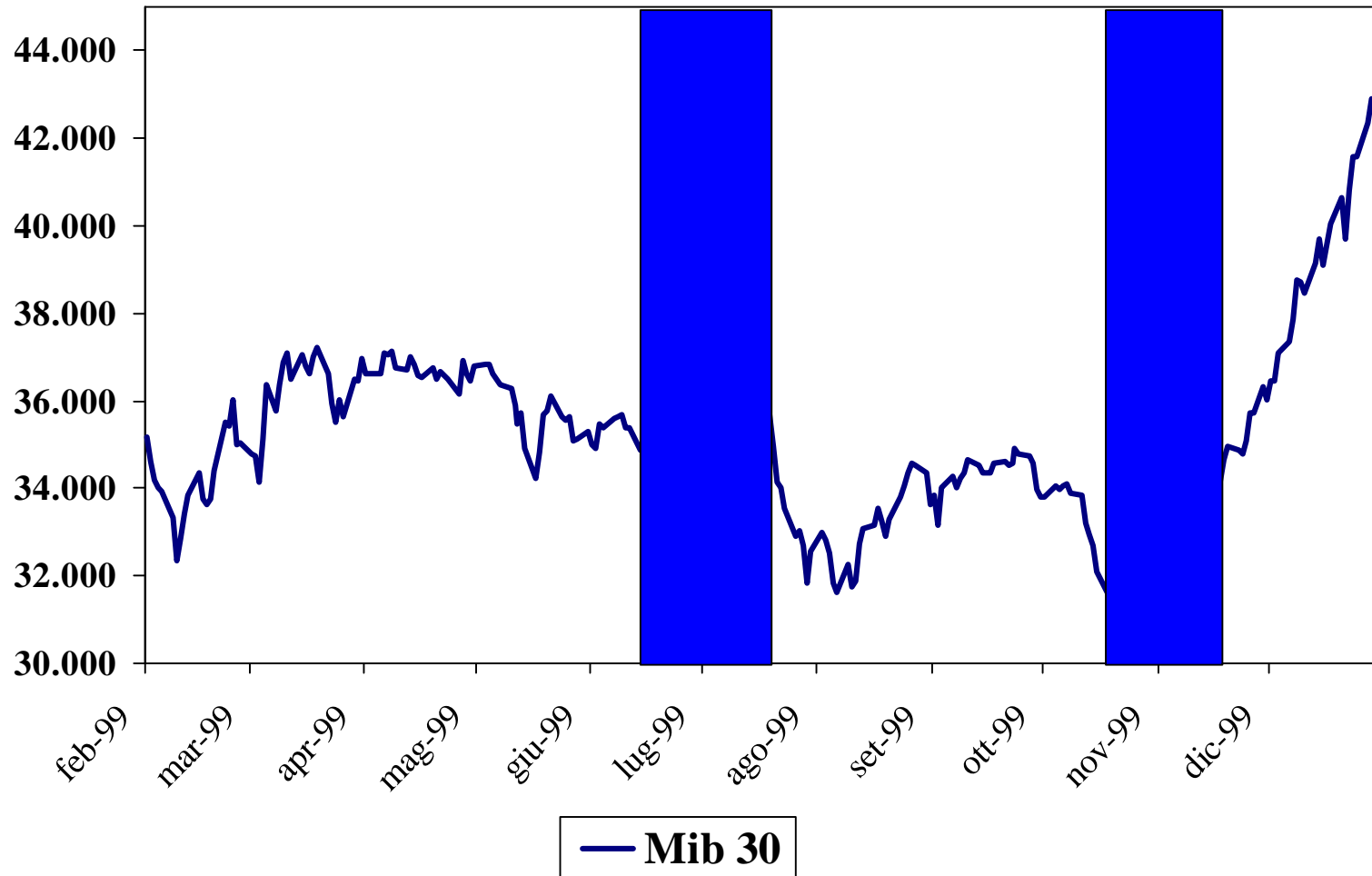
Società	Mercato quotazione	Offerta globale (mln euro)	Data pricing	Inizio negoziazione
Sabaf S.p.A.	Borsa	27,9	14-03-1999	24-03-1999
Ducati Holding S.p.A.	Borsa	261,6	20-03-1999	24-03-1999
Mirato S.p.A.	Borsa	46,8	23-05-1999	01-06-1999
Opengate S.p.A.	Nuovo mercato	30,7	08-06-1999	17-06-1999
Interbanca S.p.A.	Borsa	260	18-06-1999	29-06-1999
Monte dei Paschi Siena S.p.A.	Borsa	2015	19-06-1999	25-06-1999
Gruppo Coin S.p.A.	Borsa	114,1	19-06-1999	28-06-1999
Filatura di Pollone S.p.A.	Borsa	16,6	25-06-1999	06-07-1999
Credito Artigiano S.p.A.	Borsa	152,8	03-07-1999	14-07-1999
Trevi-Finanziaria Industriale S.p.A.	Borsa	66,7	10-07-1999	15-07-1999
Vemer Elettronica S.p.A.	Borsa	30,1	10-07-1999	20-07-1999
Acea S.p.A.	Borsa	830,2	10-07-1999	16-07-1999
Olidata S.p.A.	Borsa	37,8	10-07-1999	20-07-1999
Banca Profilo S.p.A.	Borsa	28,8	11-07-1999	21-07-1999
Marcolin S.p.A.	Borsa	34,1	14-07-1999	19-07-1999
Roncadin S.p.A.	Borsa	51	14-07-1999	19-07-1999
Permasteelisa S.p.A.	Borsa	80,1	18-07-1999	23-07-1999
Poligrafica S. Faustino	Nuovo mercato	11,1	20-10-1999	29-10-1999
Tecnodiffusione Italia S.p.A.	Nuovo mercato	22,7	21-10-1999	29-10-1999
Acsm Como S.p.A.	Borsa	18	21-10-1999	27/10/99
Prima Industrie S.p.A.	Nuovo mercato	12,9	22-10-1999	27-10-1999
Tiscali S.p.A.	Nuovo mercato	139,8	24-10-1999	27-10-1999
ENEL S.p.A.	Borsa	15641	29-10-1999	02-11-1999
Basic Net S.p.A.	Borsa	54,3	04-11-1999	17-11-1999
Italdesign - Giugiaro S.p.A.	Borsa	121,7	05-11-1999	11-11-1999
Grandi Navi Veloci S.p.A.	Borsa	78	10-11-1999	26-11-1999
Finmatica S.p.A.	Borsa	67,5	19-11-1999	24-11-1999
Gandalf S.p.A.	Nuovo mercato	16,9	19-12-1999	23-12-1999

Fonte: Borsa Italiana S.p.A.

Fig. 5

Assogestioni

L'evoluzione del mercato

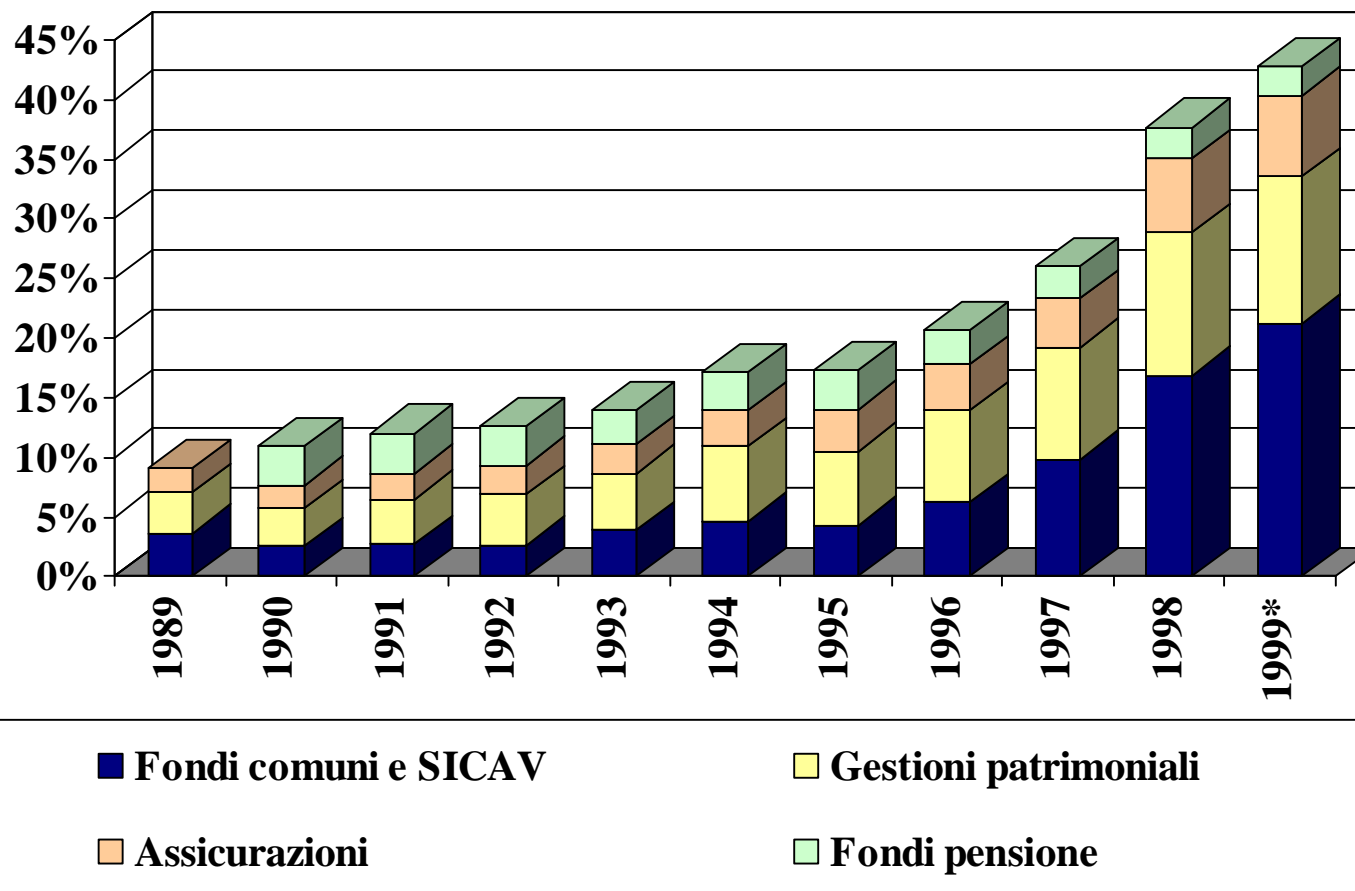


Fonte: Money Mate

Fig. 6

Assogestioni

Patrimonio gestito dagli investitori istituzionali sul totale delle attività finanziarie delle famiglie



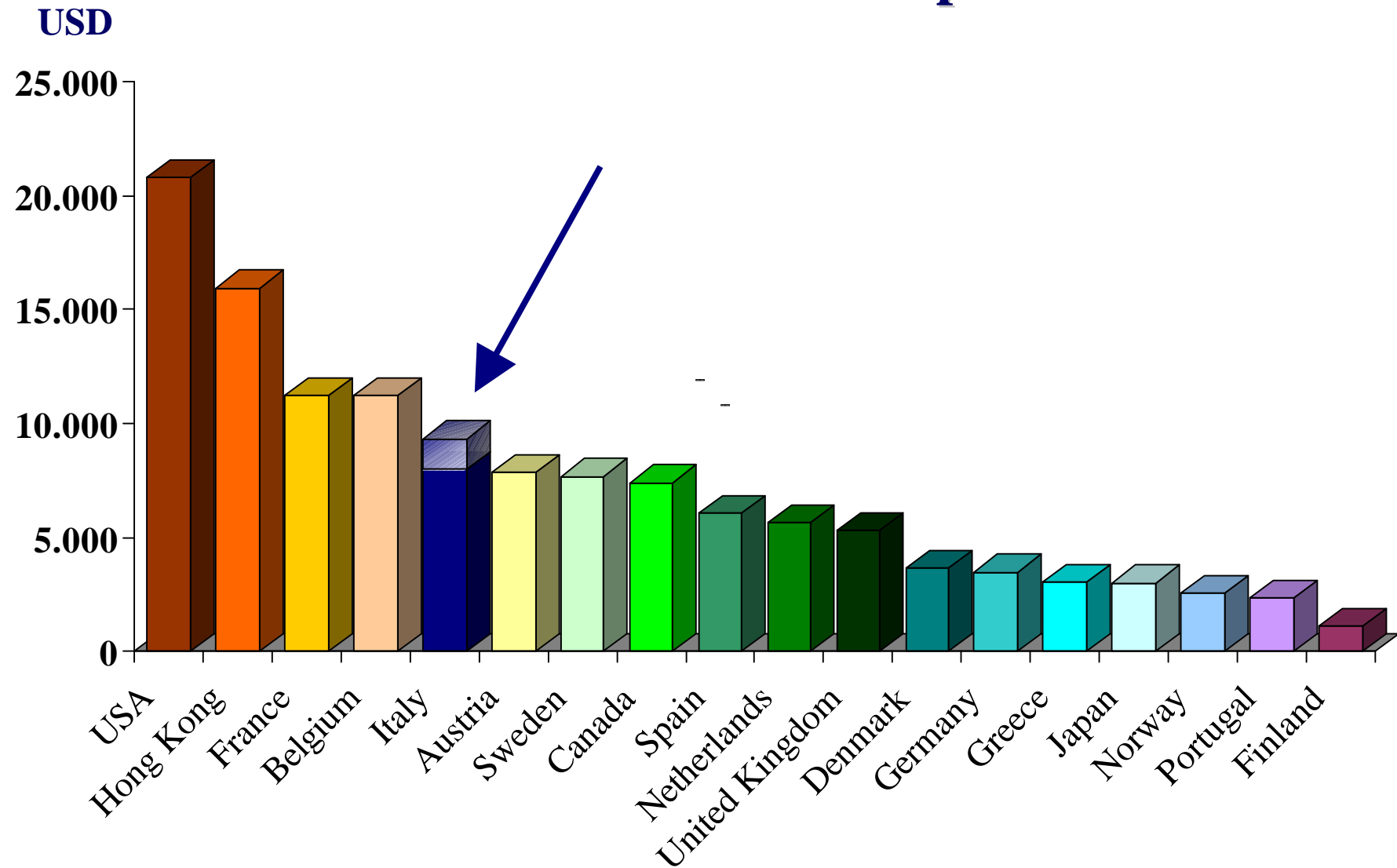
Fonte: elaborazione Assogestioni su dati Banca d'Italia

* Dati parzialmente stimati

Fig. 7

Assogestioni

Investimento in fondi comuni per abitante



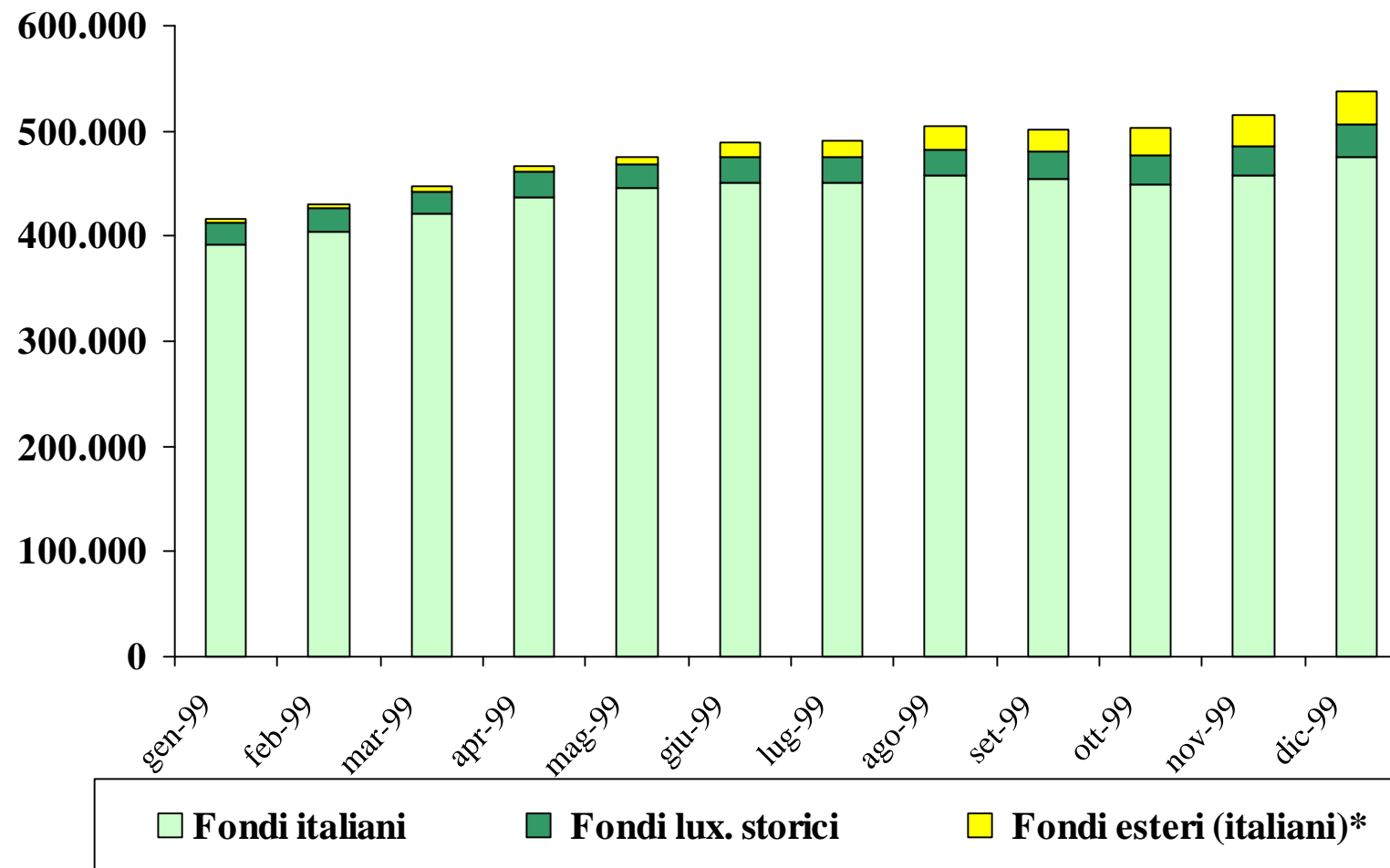
Fonte: IIFC

Fig. 8

Assogestioni

Evoluzione del patrimonio dei fondi in Italia nel 1999

Milioni di euro



* Dati da gennaio a maggio parzialmente stimati

Fig. 9

Assogestioni

**Implementazione
del codice di autodisciplina
delle Società quotate
adottato
dalla Borsa Italiana S.p.A.**

Caratteristiche del portafoglio dei fondi comuni

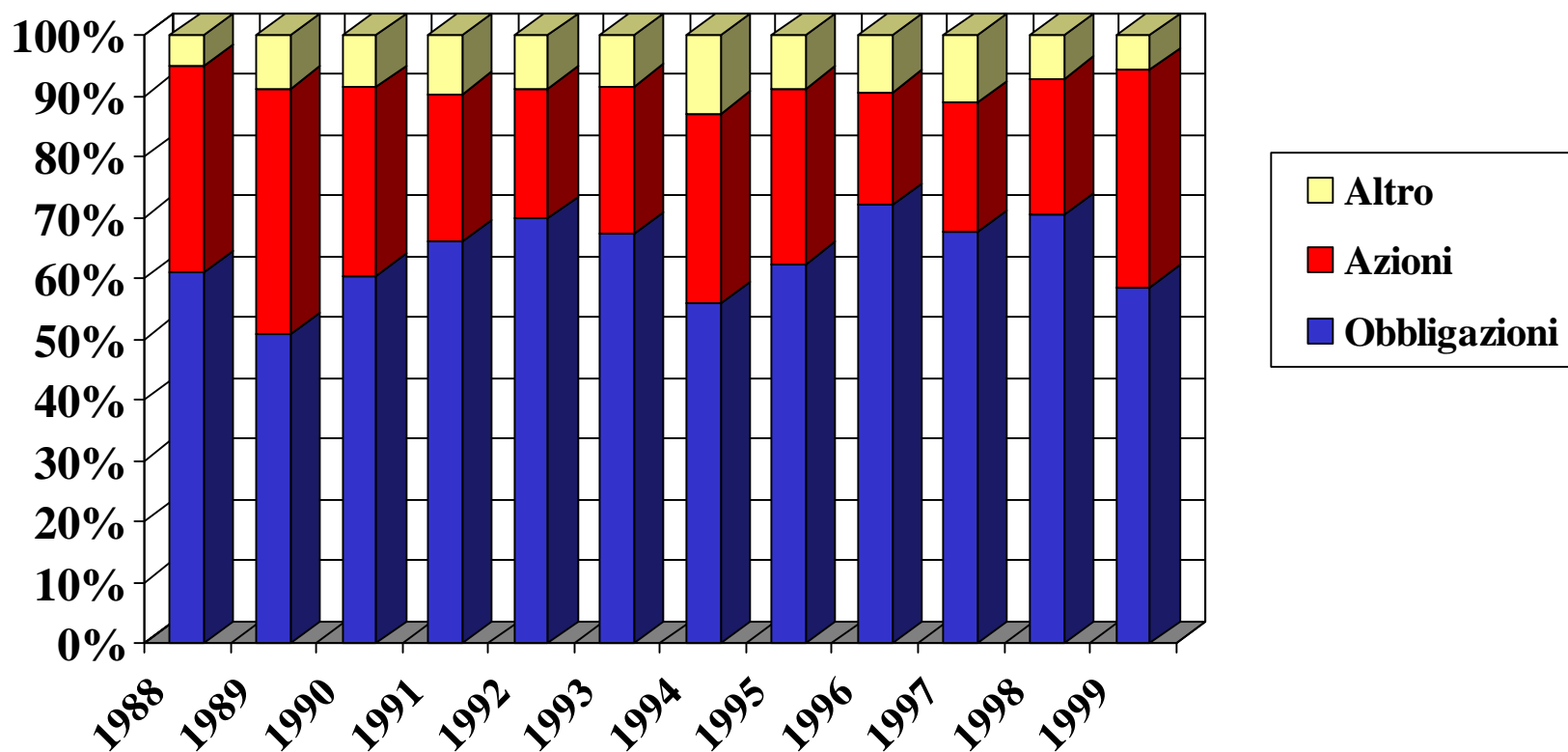
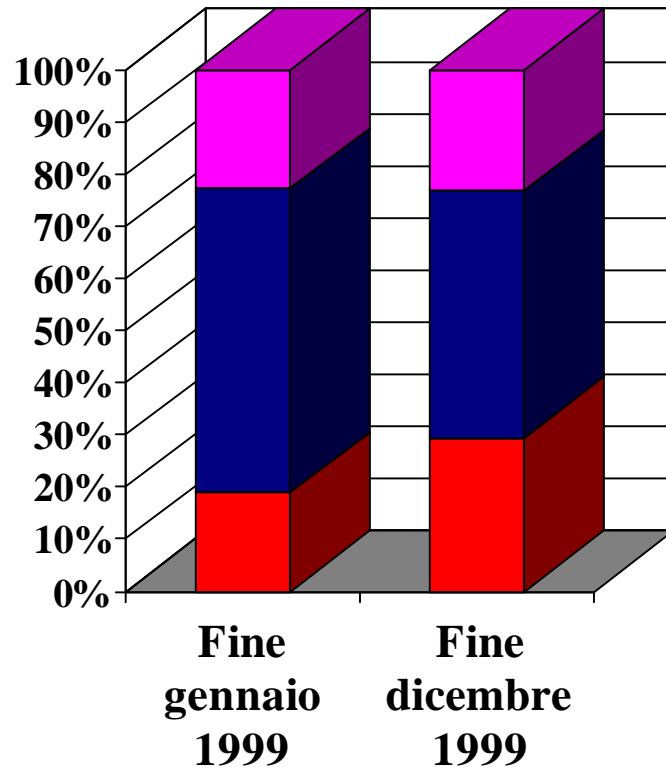


Fig. 11

Assogestioni

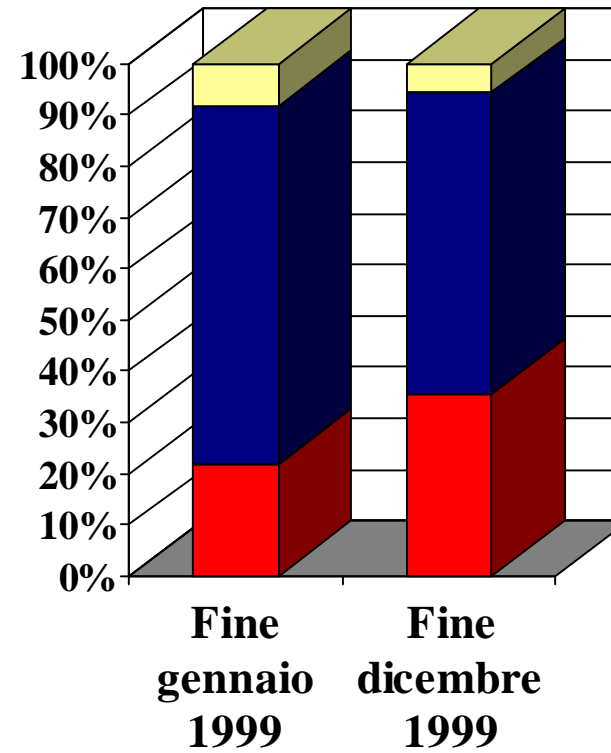
Asset allocation

Fondi



■ AZIONARI ■ OBBLIG. ■ BILANCIATI

Portafoglio



■ AZIONI ■ OBBLIG. ■ ALTRO

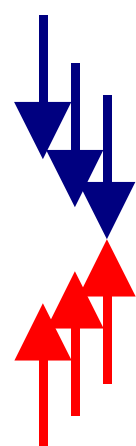


Fig. 12

Asset allocation: variazione del patrimonio gestito

CATEGORIA	PATRIMONIO GESTITO*		VARIAZIONE %	
	31/01/99	31/12/99	Flussi	Patrimonio
Az. Italia	26.910	26.458	-23,27	-1,68
Az. Area Euro	1.790	6.442	168,99	259,89
Az. Europa	16.679	36.023	73,52	115,98
Az. America	5.903	9.617	30,49	62,92
Az. Pacifico	5.003	23.639	207,88	372,50
Az. Paesi Emerg.	1.200	3.661	106,22	205,08

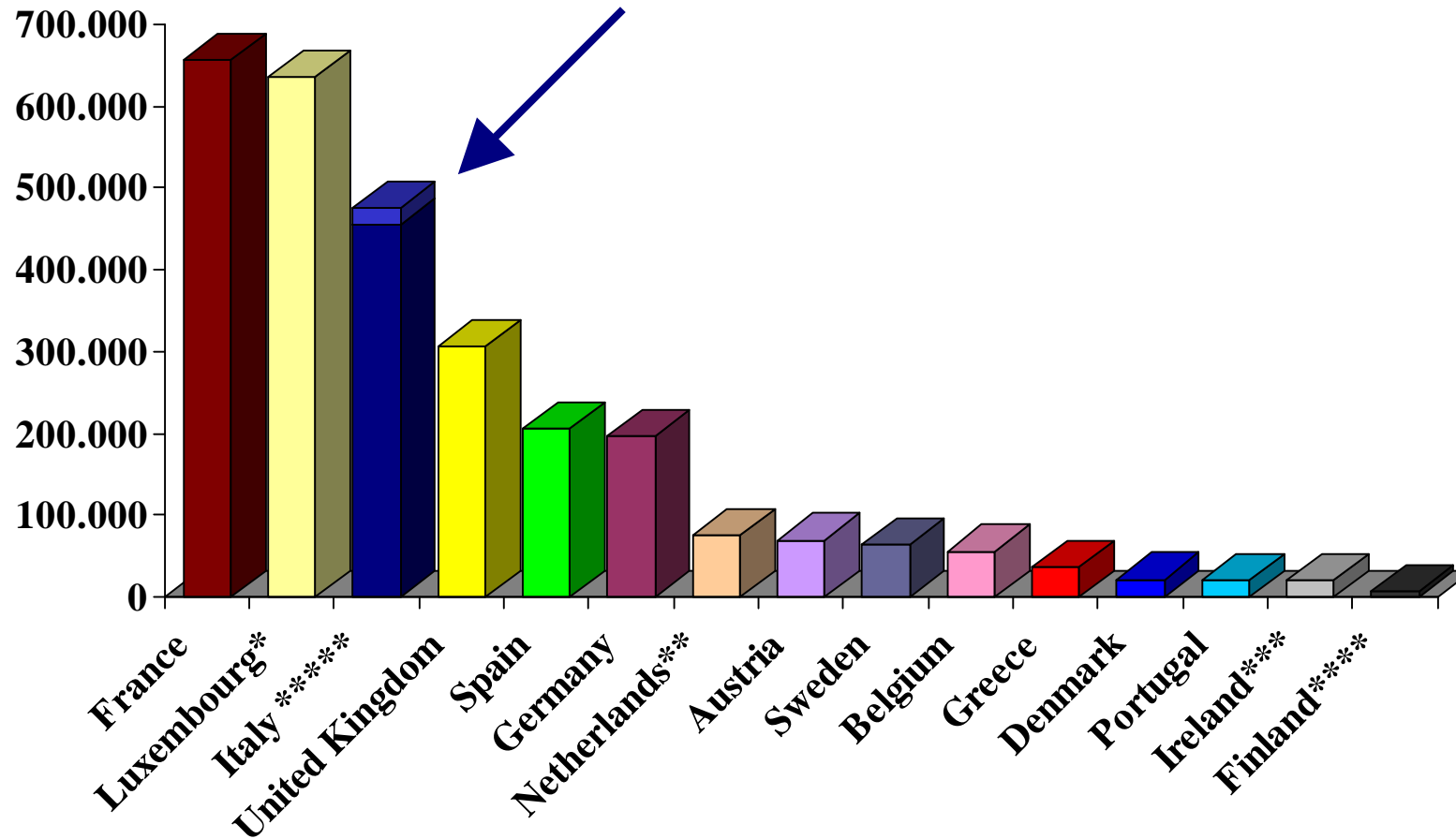
*Dati in milioni di euro

Politiche di prezzo

- Introduzione del Total Expense Ratio (TER) nel nuovo prospetto informativo
- Crescente articolazione della struttura dei costi in seguito a processi di fusione e consolidamento delle SGR

Patrimonio dei fondi in Europa al 30 settembre 1999

Milioni di euro



* dati al 31/10/99, ** dati al 31/12/98, *** dati al 31/12/97,
**** dati al 30/6/99, ***** dati al 30/12/99

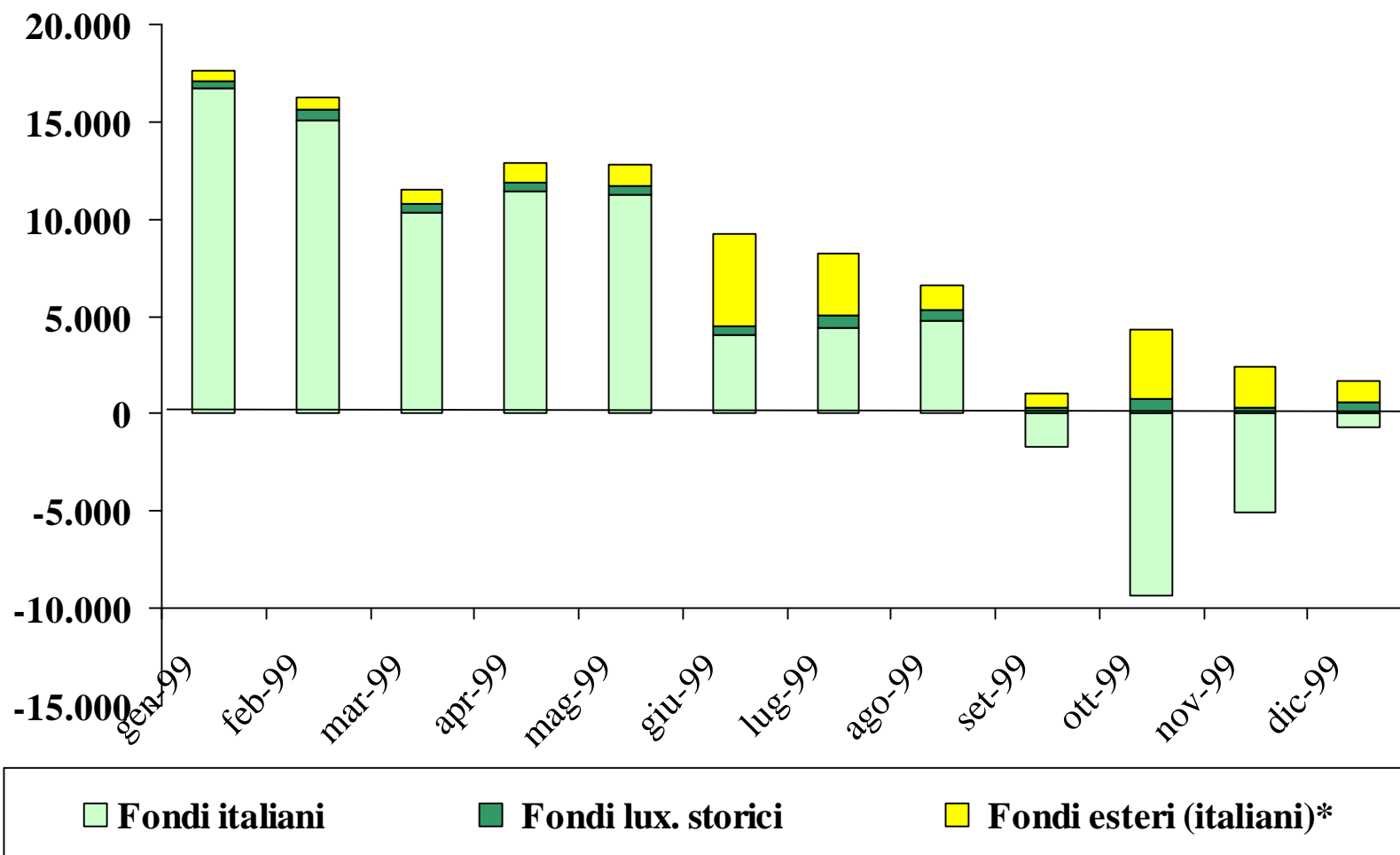
Fonte: FEFSI

Fig. 15

Assogestioni

Evoluzione della raccolta netta dei fondi in Italia nel 1999

Milioni di euro



* Dati da gennaio a maggio parzialmente stimati

Fig. 16

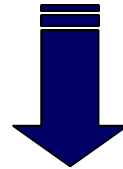
Assogestioni

Fiscalità

Le nuove norme sulla tassazione dei non residenti

+

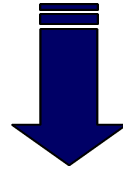
la mancanza dell'equalizzatore



- **favorito l'investimento nei fondi esteri**
 - **penalizzata l'industria italiana del risparmio gestito**

SGR

Concentrazione - Fusione tra società/gruppi



Diversificazione dei prodotti/servizi offerti

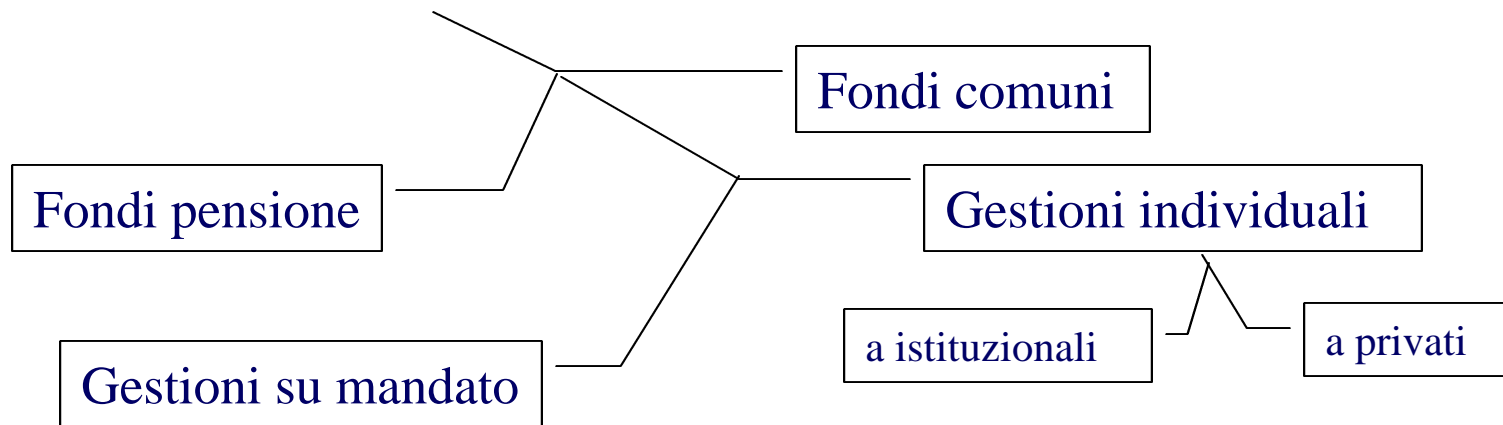


Fig. 18

Evoluzione della concentrazione dei gruppi

	Primi 3 gruppi	Primi 5 gruppi	Primi 10 gruppi
1999*	51,7%	63,1%	80,2%
1998	44,6%	58,6%	76,8%
1997	32,1%	46,2%	70,2%

* Ipotesi: fusione Intesa-Comit già operativa a fine dicembre

Fig. 19

Assogestioni

Raccolta netta dei fondi obbligazionari nel 1999

Milioni di euro

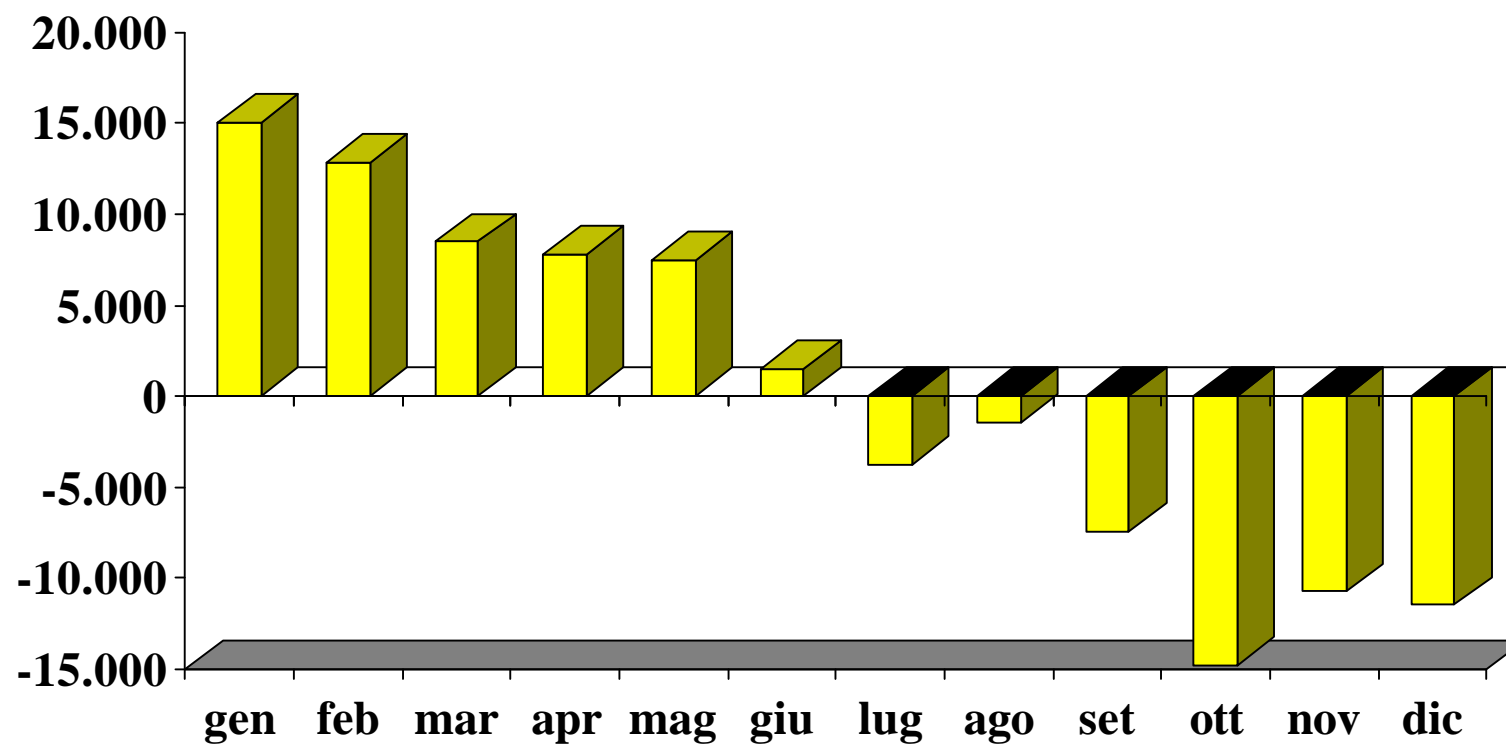


Fig. 20

Assogestioni

Per una corretta definizione del profilo di rischio e del pricing

- una accresciuta responsabilità per la società di gestione
- una integrazione con i collocatori

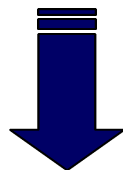
Collocamento a distanza

- E-mail e sito Internet come potenziali “tecniche di comunicazione a distanza” per la promozione e il collocamento
- L’offerta tramite sito Internet non obbliga ad avvalersi di promotori finanziari

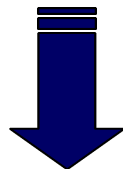
Internet

- Una maggiore sfida concorrenziale
- Una spinta alla razionalizzazione delle organizzazioni interne e di collocamento

Approvazione del regolamento CONSOB in materia di sollecitazione all'investimento



modifica dello schema di prospetto informativo per
l'offerta al pubblico di quote o azioni di organismi di
investimento collettivo del risparmio,



prospetto più snello di quello previsto in passato

- Per facilitare l'individuazione dei contenuti del prospetto informativo,
- per favorire tempi più rapidi di approvazione da parte della CONSOB



**redazione da parte della Associazione,
in collaborazione con la CONSOB,
di uno schema tipo di prospetto informativo**

Il benchmark



- 1/5 delle società di gestione ha il prospetto approvato all'inizio dell'anno
- 2/5 delle società di gestione ha l'istruttoria di approvazione in corso
- Indici obbligazionari più usati:
 - JP Morgan
 - MTS
 - Merrill Lynch
- Indici azionari più usati:
 - Morgan Stanley Capital International
 - Comit

I diversi modelli strutturali

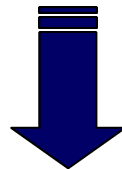
- **Il fondo aperto armonizzato**
- **Il fondo aperto non armonizzato:**
 - fondo di fondi
 - fondo orientato agli investimenti su strumenti finanziari derivati
 - fondo di depositi bancari
 - fondi indicizzati
- **Il nuovo fondo chiuso**
- **Il fondo riservato**
- **Il fondo speculativo:** può derogare ai divieti stabiliti da Banca d'Italia ed assumere una forma semi-aperta nella quale i rimborsi e le sottoscrizioni sono consentite a scadenze temporali programmate

Limiti all'utilizzo dei derivati

Nuova definizione degli impegni:
introduzione del delta

Classificazione

- categorie specializzate
- categorie di asset allocation



Classi di rischio

Fiscalità delle nuove tipologie di fondi comuni

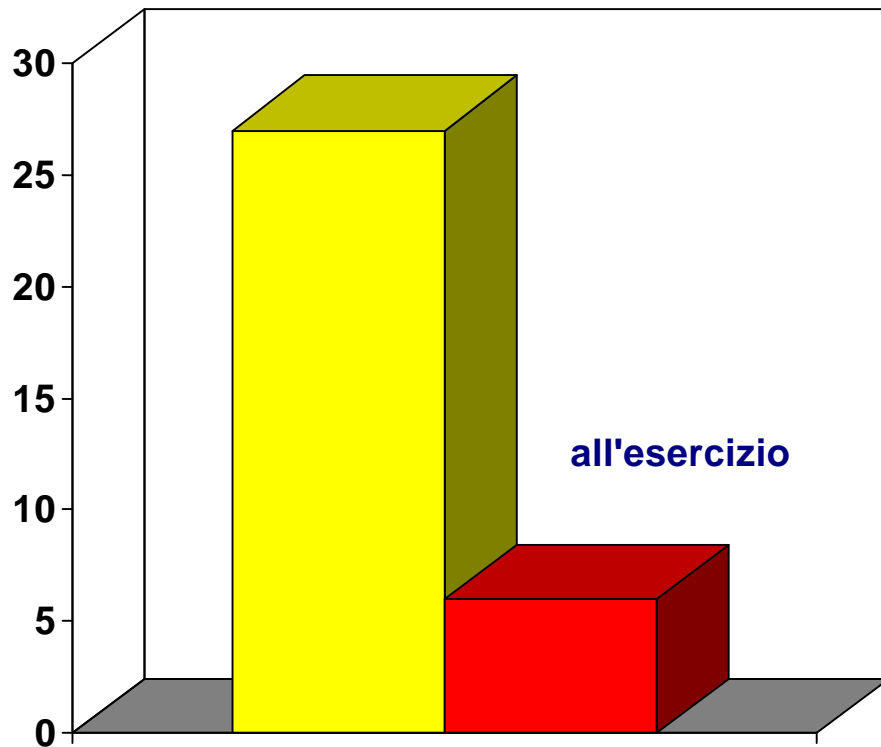
- Le disposizioni vigenti sulla fiscalità dei fondi si applicano a tutti i fondi italiani che investono in strumenti finanziari
- E' penalizzante la disciplina per i fondi che investono in crediti
 - Occorre rivedere la normativa fiscale dei fondi immobiliari

Previdenza complementare

31 dicembre 1999

**Numero di fondi
Negoziali Autorizzati:**

alla raccolta delle adesioni



Elaborazione Assogestioni su dati
della Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione

**Numero di fondi
Aperti Autorizzati:**

all'esercizio

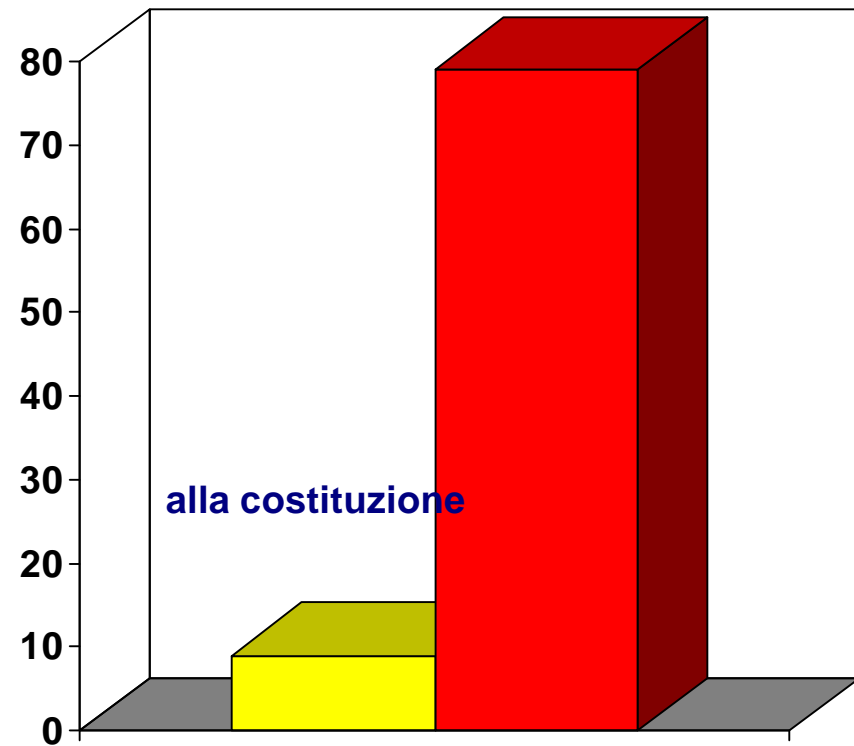
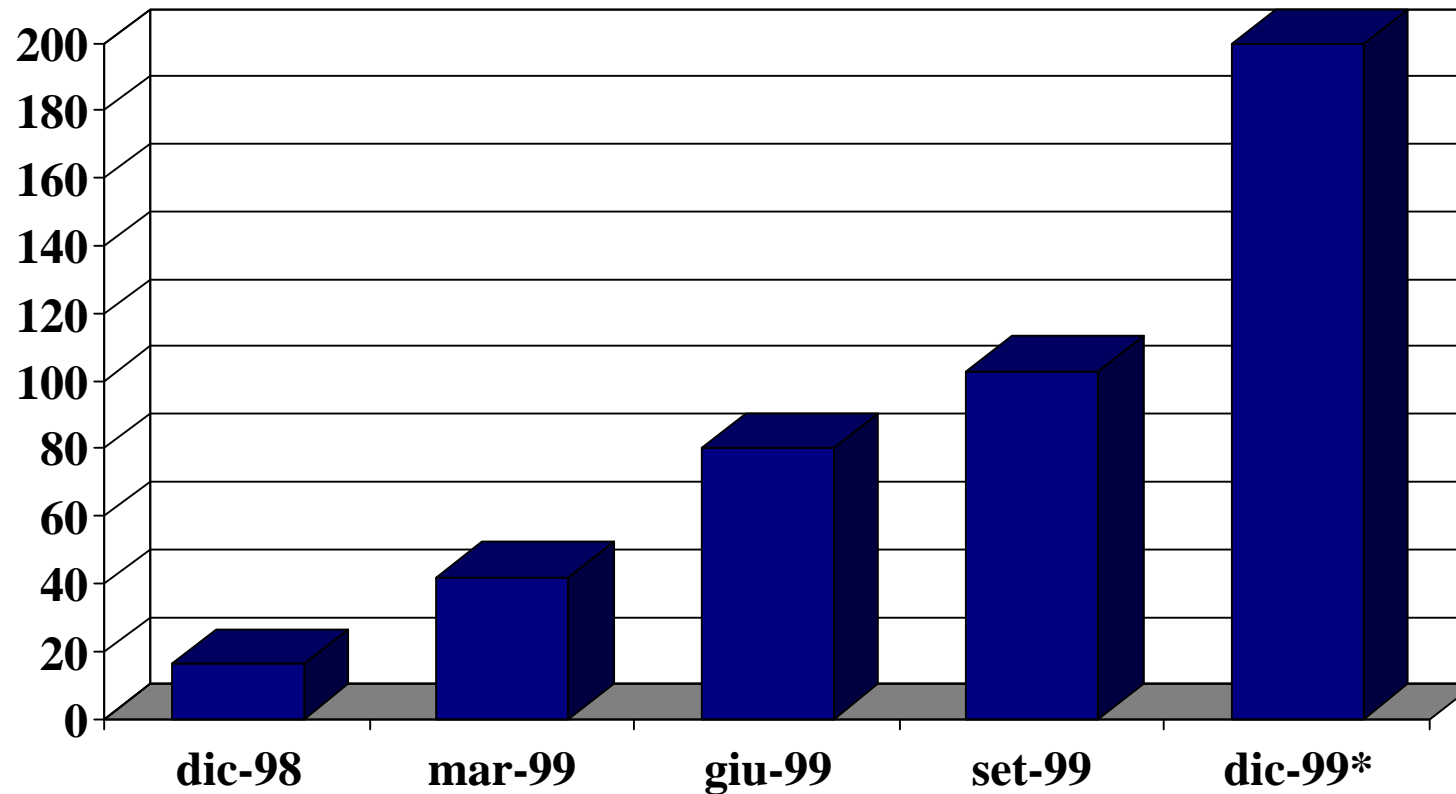


Fig. 31

Assogestioni

Attivo netto dei fondi pensione aperti

Milioni di euro



Elaborazione Assogestioni su dati della Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione

* Stima Assogestioni

Fig. 32

Assogestioni

ASSOGESTIONI



Fig. 33