

ASSEMBLEA ANNUALE ASSOGESTIONI

“Il settore del risparmio gestito: interventi di policy per il dopo crisi”

“Fondi comuni e crisi dei mercati”

*Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia
Giovanni Carosio*

Milano, 18 marzo 2009

Introduzione

Vorrei ringraziare Assogestioni e, in particolare, il suo Presidente Prof. Messori, per l'invito a intervenire a questa tavola rotonda e porgere il saluto della Banca d'Italia a tutti partecipanti.

L'occasione è utile per riprendere i temi che erano stati analizzati nel gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani e per verificare se le conclusioni del rapporto pubblicato nel luglio scorso appaiano ancora valide o siano da modificare alla luce degli eventi dell'ultimo anno.

Ricordo che il gruppo aveva individuato tre fattori principali alla base del declino che da lungo tempo ha colpito l'industria dei fondi comuni: asimmetrie nella regolamentazione in materia di trasparenza rispetto ad altri prodotti finanziari; elementi di criticità delle reti di distribuzione; svantaggi fiscali.

Era stato indicato un articolato insieme di iniziative che perseguivano essenzialmente due obiettivi: rimuovere gli svantaggi competitivi dei fondi comuni italiani rispetto ad altri strumenti finanziari; creare condizioni adatte a favorire lo sviluppo dell'industria.

Tra le prime ricadono le misure volte ad allineare il regime di tassazione dei fondi comuni italiani a quello applicato ai fondi esteri e ad accrescere la trasparenza dei prodotti finanziari (obbligazioni strutturate e polizze assicurative), offerti in competizione con i fondi comuni.

Tra le seconde vi sono le proposte riguardanti l'attività di consulenza, il funzionamento delle reti distributive, l'autonomia delle SGR e la piena integrazione del mercato europeo.

L'idea di base è che la presenza sul mercato di una qualificata attività di consulenza indipendente e di un'adeguata assistenza ai clienti, capaci di indirizzare le scelte verso i prodotti migliori e più appropriati alle esigenze di ciascun investitore, unita a una sana concorrenza basata sulla qualità dei servizi offerti e sulla diversificazione dei canali di vendita, costituisca l'ambiente idoneo per la crescita e lo sviluppo dell'industria del risparmio gestito.

Il riconoscimento alle SGR di un'adeguata autonomia anche nell'ambito dei gruppi bancari e assicurativi e la creazione di un autentico mercato europeo della gestione del risparmio sono funzionali ad assicurare alle società di gestione la possibilità di approfittare pienamente di tali condizioni.

In tutti i partecipanti al gruppo vi era la consapevolezza che né la rimozione degli svantaggi né la promozione di condizioni generali di attività più favorevoli possono, di per sé, garantire il successo dell'industria italiana del risparmio gestito: a tal fine è decisiva la convinzione degli azionisti e dei manager e la loro volontà di investire e crescere.

E' inutile sottolineare che, nel breve arco di tempo che ci separa dal luglio del 2008, molte cose sono cambiate e, soprattutto, è cresciuta la consapevolezza che il mondo futuro sarà in ogni caso diverso da quello che abbiamo conosciuto.

Bilanci definitivi non sono possibili, ma può essere utile una breve analisi degli effetti della crisi finanziaria sul settore del risparmio gestito per poi riprendere le proposte sugli interventi da attuare.

L'impatto della crisi finanziaria sui fondi comuni

Le prime ripercussioni sui fondi comuni d'investimento della crisi finanziaria internazionale iniziata nell'estate del 2007 si sono avute con il crollo dei valori degli strumenti finanziari collegati con i mutui *subprime* americani cui sono seguiti, in un quadro di elevata integrazione dei mercati, un progressivo contagio di altri prodotti strutturati e infine generalizzate incertezze sulla solidità delle istituzioni finanziarie. La crisi si è drammaticamente aggravata col fallimento di Lehman Brothers nel settembre dell'anno scorso.

La sfiducia degli operatori nell'affidabilità delle controparti ha comportato una rarefazione della liquidità. In un contesto di accresciuta incertezza sulla validità delle valutazioni espresse dai mercati, le quotazioni azionarie sui principali mercati internazionali hanno registrato cali storicamente eccezionali.

Dalla seconda metà dello scorso anno, alla crisi finanziaria si sono sovrapposti gli effetti di un netto peggioramento congiunturale delle principali economie mondiali. I più recenti sviluppi hanno accresciuto i rischi di interazione tra rallentamento dell'attività produttiva e crisi finanziaria.

L'acuirsi della crisi finanziaria internazionale ha avuto ripercussioni negative sull'industria degli hedge funds. Nel 2008 l'indice generale dei fondi hedge a livello globale ha segnato un calo del 19 per cento. Le richieste di rimborso da parte degli investitori e la minore disponibilità degli intermediari finanziari a rinnovare le linee di credito hanno penalizzato i fondi hedge, in particolare quelli con un maggior grado di leva finanziaria, inducendoli a vendere le attività detenute in portafoglio a prezzi sfavorevoli.

La riduzione della leva finanziaria da parte di questi intermediari ha presumibilmente accentuato la tendenza al ribasso dei corsi azionari. Il forte calo delle quote dei fondi hedge si è inoltre riflesso sul patrimonio dei detentori, in gran parte investitori istituzionali, quali funds of funds, fondi pensione e compagnie di assicurazione. Il caso Madoff ha generato ulteriore sfiducia tra gli investitori.

Riscatti cospicui o una drastica riduzione della raccolta dei fondi comuni si sono registrati in molti dei principali paesi. Per il complesso dell'area dell'euro, i fondi armonizzati - per i quali sono disponibili dati omogenei - hanno subito deflussi pari a 325 miliardi; il patrimonio è sceso del 23 per cento a 3.700 miliardi. Tra questi, i fondi di diritto lussemburghese, che l'anno prima avevano registrato una raccolta positiva - in controtendenza rispetto agli altri paesi dell'area - hanno segnato un deflusso di 106 miliardi di euro. Nel Regno Unito la raccolta netta di fondi armonizzati è risultata pressoché nulla; negli Stati Uniti la raccolta netta di fondi aperti si è ridotta drasticamente, da 446 a 280 miliardi.

L'impatto della crisi in Italia

Per gli investitori istituzionali italiani, la detenzione di strumenti finanziari rischiosi e poco trasparenti e l'esposizione nei confronti di grandi istituzioni finanziarie rivelatesi insolventi sono risultate molto limitate.

Tuttavia gli effetti indiretti, legati al calo generalizzato delle quotazioni azionarie sui principali mercati e all'aumento dell'avversione al rischio dei risparmiatori, si sono riflessi pesantemente anche sull'attività e sulle performances di questi intermediari. Alla contrazione dei volumi ha contribuito la strategia di raccolta delle banche, volta a orientare la clientela verso i propri prodotti per far fronte alle difficoltà di approvvigionamento sul mercato interbancario.

Nel corso dell'anno passato si è assistito a una significativa riallocazione del risparmio delle famiglie italiane dai prodotti in gestione o amministrazione a quelli direttamente emessi dal settore bancario. Nei dodici mesi terminati a settembre 2008 le famiglie hanno ceduto azioni, quote di fondi comuni e prodotti assicurativi del ramo vita per circa 80 miliardi di euro, importo pari a oltre il 2 per cento del totale delle attività finanziarie delle famiglie. I nuovi investimenti si sono concentrati su depositi e obbligazioni bancari, per un ammontare pari a circa 110 miliardi.

La crisi ha colpito tutti i principali settori del risparmio gestito. La raccolta premi dei prodotti assicurativi del ramo vita, al netto di oneri e riscatti, è risultata negativa per circa 11 miliardi. Il deflusso ha interessato unicamente i prodotti con rendimenti collegati a prezzi o indici di mercato, per i quali gran parte del rischio dell'investimento è sopportato direttamente dai sottoscrittori; la raccolta è stata invece positiva per i prodotti tradizionali, percepiti come meno rischiosi in virtù delle maggiori garanzie offerte. I riscatti netti sono stati pari a 88 miliardi nel settore delle gestioni patrimoniali.

Il deflusso di risparmio dai fondi comuni, in atto da diversi anni, si è accentuato. I fondi comuni aperti italiani hanno avuto una raccolta netta negativa pari a 84 miliardi. Questa dinamica ha interessato tutti i principali comparti; ha registrato un picco nel quarto trimestre del 2008, subito dopo il fallimento di Lehman Brothers. Anche i fondi di diritto estero collocati in Italia hanno subito un deflusso cospicuo, pari a oltre 60 miliardi. A fine 2008 il patrimonio netto dei fondi aperti italiani era pari a poco più di 210 miliardi di euro, quello dei fondi esteri era prossimo ai 190; in calo rispettivamente di circa 110 e 100 miliardi rispetto al 2007. In termini percentuali il calo è stato superiore al 30 per cento. Rilevante è stata la riduzione dei comparti azionario e bilanciato (in entrambi i casi superiore al 50 per cento).

Il patrimonio netto dei fondi mobiliari speculativi (*hedge fund*) italiani è sceso, nel medesimo intervallo temporale, da 30 a 17 miliardi di euro (-45 per cento). Tra ottobre e febbraio, la quota degli *hedge fund* sul totale dei fondi aperti collocati in Italia è scesa drasticamente dal 6,5 al 4,8 per cento.

Il valore delle quote dei fondi armonizzati, escludendo i fondi di fondi, si è ridotto in media del 9 per cento. I rendimenti peggiori sono stati conseguiti dai comparti azionario e bilanciato, che hanno risentito del calo generalizzato degli indici azionari (-35,9 e -13,9 per cento, rispettivamente). I risultati sono stati poco soddisfacenti, rispetto a quelli di investimenti alternativi comparabili, anche per i comparti obbligazionario e monetario, le cui quote si sono rivalutate rispettivamente del 2,0 e 2,3 per cento.

A fronte delle ingenti richieste di rimborso e del calo del valore delle quote, il patrimonio di molti fondi è sceso su livelli estremamente ridotti, contribuendo a far sì che alcune società rivedessero le proprie politiche di offerta. Il numero dei fondi aperti si è ridotto del 18 per cento; la dimensione media è diminuita da 260 a 208 milioni di euro. Rispetto agli anni passati il calo ha interessato anche i fondi non armonizzati; ha invece continuato ad ampliarsi l'offerta dei fondi chiusi soprattutto immobiliari.

Nei mesi finali dello scorso anno si è prodotta anche in Italia una situazione eccezionale, che ha visto il combinarsi di forti tensioni di liquidità, problemi di valutazione degli attivi in portafoglio e ingenti flussi di riscatti.

I problemi di liquidità hanno colpito in modo particolarmente acuto i fondi speculativi, che in Italia sono prevalentemente fondi di fondi; questi hanno dovuto far fronte da un lato a un ingente flusso di riscatti, dall'altro alle difficoltà di smobilizzo connesse ai vincoli (*gates e side pockets*) imposti dai fondi hedge nei quali erano investiti.

Per fronteggiare la situazione, è stato necessario permettere ai gestori l'adozione di misure ad hoc che garantissero la tutela degli interessi e la parità di trattamento dei partecipanti.

Il decreto legge 185 del novembre 2008 e il provvedimento attuativo emanato dalla Banca d'Italia nel mese successivo hanno previsto l'istituzione di *gates e side pockets* anche per i fondi hedge italiani ed eliminato il vincolo del numero massimo dei partecipanti ai fondi

stessi. Le misure mirano ad agevolare un recupero di efficienza del settore, ripartendo tra tutti i sottoscrittori rischi ed oneri connessi alla detenzione di attività illiquide, incentivando la diluizione nel tempo delle richieste di riscatto e favorendo il consolidamento tra fondi.

Per consentire la disponibilità immediata degli strumenti introdotti, ne è stata prevista l'adozione mediante "approvazione in via generale" (senza necessità di provvedimenti specifici da parte della Banca d'Italia).

Nonostante i flussi in uscita dal sistema dei fondi sembrano essersi attenuati nei primi due mesi del 2009, considerazioni di carattere sia congiunturale che strutturale inducono a mantenere cautela in ordine all'evoluzione futura.

Nel breve termine permane una situazione di incertezza; ciò per la concomitanza, oltre che delle note debolezze strutturali, di fattori contingenti non favorevoli allo sviluppo dei fondi: l'elevata avversione al rischio sia della clientela *retail* che degli investitori istituzionali; la marcata volatilità dei mercati, che accentua la sensazione di insicurezza; la necessità del settore bancario di far fronte ai problemi di liquidità e conferire maggiore stabilità alla provvista; l'effetto di spiazzamento delle garanzie dello Stato concesse sui prodotti bancari. La recente forte discesa dei tassi di interesse, inoltre, assottiglia ulteriormente i margini di guadagno di alcuni comparti del settore, favorisce la propensione dei risparmiatori all'investimento diretto in obbligazioni e titoli di Stato, rendendo più difficile il collocamento dei fondi di liquidità.

Si tratta di fattori che inevitabilmente ostacolano il ritorno dei risparmiatori ai fondi.

Le prospettive di uscita dalla crisi

La struttura dell'industria

Gli effetti della crisi sulle masse gestite e sui prodotti acuiscono la necessità di rivedere i modelli produttivi e la struttura dell'offerta.

In presenza di una perdurante avversione al rischio, i prodotti con una consistente componente obbligazionaria e quelli standardizzati rivolti agli investitori *retail*

manterranno un ruolo preminente. Per questi strumenti performance apprezzabili possono essere realizzate solo contenendo i costi di gestione.

Ciò richiede masse assai elevate e sistemi informativi sviluppati per raggiungere livelli di efficienza adeguata e garantire al tempo stesso qualità del servizio e ritorni soddisfacenti per i gestori. Per numerose SGR, in particolare quelle che offrono una gamma di prodotti tradizionali, vi è dunque l'esigenza di mettere a fattor comune masse e risorse.

Il processo di consolidamento che ha interessato negli anni scorsi l'industria delle banche si è riflessa anche sulla struttura del risparmio gestito, caratterizzata nell'ultimo biennio da numerose operazioni di fusione e razionalizzazione delle strutture societarie, conseguenti ai processi di aggregazione e riassetto proprietario dei gruppi di appartenenza.

Il risultato di queste dinamiche è una struttura che vede la presenza di alcuni gruppi che hanno raggiunto una presenza significativa sui principali mercati europei, sia pure con dimensioni non ancora paragonabili a quelle dei maggiori *player* internazionali.

Accanto alle SGR maggiori, vi è un insieme di intermediari di medie dimensioni - inseriti per lo più in gruppi bancari o con assetto proprietario consortile che presentano un'offerta di tipo "generalista", ma con taglie dimensionali non adeguate ad una gestione efficiente - e una pluralità di piccoli operatori indipendenti, con strategie di nicchia ed ammontare contenuto di patrimoni gestiti.

Nel confronto con i principali paesi europei, l'Italia presenta un'articolazione dell'offerta di fondi contenuta e con un minore grado di innovazione di prodotto, soprattutto nel settore *retail*; la delocalizzazione della produzione effettuata da parte di alcuni gruppi italiani - attraverso l'avvio di fondi istituiti da società residenti in Lussemburgo e Irlanda - è dipesa, piuttosto che da una strategia di espansione internazionale, principalmente da motivazioni legate alla tassazione dei prodotti e delle società di gestione.

Le iniziative di ristrutturazione delle gamme di offerta sono volte più alla razionalizzazione (eliminazione di sovrapposizioni, accorpamento di fondi con dimensione non efficiente) che allo sviluppo di nuovi prodotti. Le principali innovazioni nel settore dei fondi *retail*, quali gli ETF, che consentono un alto grado di liquidità e costi di gestione estremamente

ridotti, o i prodotti con garanzia del capitale, simili per risultato alle polizze assicurative con rendimento minimo, sono state introdotte soprattutto da case di investimento estere.

Una maggiore vivacità si è riscontrata in altri settori (fondi speculativi, chiusi mobiliari e immobiliari) dei quali possono beneficiare principalmente la clientela istituzionale ovvero quella privata con consistenti patrimoni.

Gli operatori stanno attuando scelte diversificate: in una più generale e condivisibile tendenza al consolidamento, alcuni gruppi bancari confermano e accrescono il loro impegno nella gestione del risparmio, altri conferiscono le loro SGR per dare vita a soggetti indipendenti.

Ciò che importa è impostare strategie chiare, che abbiano l'ambizione di guardare al lungo periodo e che siano attuate in modo coerente. L'orizzonte temporale delle iniziative di successo nel risparmio gestito e nella distribuzione è per sua natura di lungo termine; sono necessari anni per affermare un marchio, per attrarre risorse di qualità nella gestione, per stabilire un rapporto di fiducia duraturo con la clientela.

Vi sarà senza dubbio spazio, anche se più limitato, per l'offerta di prodotti più sofisticati o rischiosi, rivolta a risparmiatori più consapevoli o a investitori istituzionali. Tale offerta può essere sviluppata solo disponendo di risorse estremamente qualificate per fornire un servizio competitivo.

Il settore delle gestioni più innovative, quello dei fondi speculativi, è stato fortemente colpito dall'evoluzione della crisi negli ultimi mesi del 2008. Il ridimensionamento delle masse in gestione è stato drastico. Per i *funds of funds*, la possibilità di ripresa è connessa con la capacità di selezionare i fondi oggetto di investimento, sulla base di una accurata *due diligence* nei confronti dei fondi hedge selezionati e sui gestori degli stessi, senza dipendere esclusivamente da servizi di consulenza di terzi.

E' inoltre da verificare la validità di un modello di distribuzione basato sulle reti di private banking, con un peso ridotto della componente istituzionale, che è generalmente in grado di assicurare una maggiore stabilità della raccolta. A tal fine appare necessaria una

ridefinizione dei prodotti, con una maggiore attenzione alla effettiva coerenza tra il profilo di liquidità degli investimenti e gli orizzonti temporali della clientela.

La fiducia degli investitori e il servizio offerto dagli intermediari

L'acutezza della crisi ha scosso in profondità la fiducia degli investitori; la riduzione della propensione al rischio è stata tanto più drastica quanto più è stata sottovalutata la rischiosità degli investimenti negli anni passati.

La sfiducia è un elemento negativo che ostacola scelte razionali e aggrava la crisi. Vi è tuttavia un aspetto che, al contrario, può rappresentare una opportunità per uno sviluppo più equilibrato del sistema finanziario: è stata spazzata via l'illusione che sia possibile realizzare guadagni elevati con facilità e senza rischio. E' divenuto di nuovo evidente che il rendimento altro non è che il prezzo per il rischio.

Grazie al più cauto atteggiamento da parte dei risparmiatori, c'è meno spazio per la commercializzazione di prodotti strutturati e complessi. Le possibilità per gli investitori di valutare meglio il profilo di rischio di questi strumenti sono inoltre accresciute dalla comunicazione della Consob del 2 marzo scorso, che ha dettato le linee di condotta e il regime di trasparenza che gli intermediari devono seguire nel loro collocamento, eliminando molte delle asimmetrie regolamentari indicate dal rapporto del gruppo di lavoro come uno dei principali fattori che distorcevano il corretto confronto competitivo con i fondi comuni.

Esistono quindi in questo momento condizioni favorevoli per trasformare la sfiducia dei risparmiatori in sana prudenza e consapevolezza del legame tra rischio e rendimento. Gli intermediari devono riuscire a convincere i clienti che le loro esigenze sono capite e interpretate correttamente.

Ciò richiede in primo luogo l'offerta di prodotti semplici, trasparenti, economici e con livelli di leva contenuti, costruiti per creare valore nel lungo periodo in sintonia con la crescita dell'economia e delle imprese. Questo è il terreno d'elezione del risparmio gestito, soprattutto in questa fase, in cui la massa degli investitori attratti dai guadagni di breve periodo si è certamente già allontanata dai fondi.

In secondo luogo, è fondamentale che gli intermediari migliorino l'assistenza alla clientela per far comprendere i rischi dei prodotti e per costruire portafogli rispondenti alle effettive necessità dei risparmiatori. Solo a tali condizioni è possibile pensare di rendere il risparmio gestito di nuovo attraente per coloro che ne sono usciti.

L'importanza che nel rapporto sul risparmio gestito era stata data all'esigenza di innalzare il livello di assistenza ai clienti e di sviluppare una consulenza qualificata e indipendente risulta quindi più che mai attuale. All'interno del gruppo di lavoro abbiamo riflettuto molto su cosa è possibile fare per migliorare la qualità del servizio che viene reso ai risparmiatori che si rivolgono agli intermediari per impiegare le loro risorse.

Nel corso del 2008 tutti gli intermediari sono stati impegnati ad attuare la nuova normativa derivante dall'applicazione della Direttiva MIFID. E' prevalso nelle reti distributive un approccio rigoroso nell'interpretazione delle norme, nel quale viene offerto il servizio di consulenza a tutti i clienti, anche quando il rapporto è occasionale ed è mirato alla semplice negoziazione di un titolo.

E' necessario che il servizio di consulenza venga però riempito di contenuti concreti, anche adottando le necessarie misure organizzative.

Per potersi sviluppare come servizio autonomo, la consulenza deve risultare in primo luogo credibile. A tal fine non può essere circoscritta ai soli prodotti offerti dal gruppo dell'intermediario: alla valutazione degli effettivi bisogni della clientela deve essere accompagnata una proposta di investimento che dimostri come l'intermediario stesso abbia anche ricercato le alternative più vantaggiose per il cliente.

Un approccio di tale genere deve essere tradotto in procedure specifiche che sostengano l'attività delle strutture a contatto della clientela e che dettino i passi concreti che devono essere seguiti per realizzare il servizio: la profilatura dei clienti non deve essere solo una incombenza per rispettare i vincoli MIFID, ma anche uno strumento per definire una offerta personalizzata in funzione delle diverse esigenze dei clienti.

E' evidente che l'offerta generalizzata a tutti i clienti di un servizio "pieno" di consulenza non appare nei fatti sostenibile, sia per l'impegno di risorse qualificate che esso richiederebbe sia per i costi che dovrebbero essere sopportati dagli intermediari e riversati sui clienti. E' pertanto ancora valida l'indicazione del gruppo di lavoro volta a individuare forme di assistenza più immediata e semplificata per i clienti che non richiedono un servizio articolato ovvero manifestano esigenze occasionali che riguardano strumenti non complessi.

Non può sfuggire come una effettiva assistenza ai clienti, articolata e differenziata in funzione delle loro esigenze, richieda l'impiego di risorse qualificate e di potenti strumenti informativi.

L'attività di formazione è senz'altro uno degli elementi chiave per innalzare al qualità del servizio reso alla clientela; a tal fine dovrebbe essere stabilito il portafoglio minimo di conoscenze che devono possedere gli addetti dedicati al contatto con la clientela in materia di investimenti. Tale competenza dovrebbe essere verificata dagli intermediari, assicurando una omogeneità di approccio a livello di sistema.

In tale ambito, occorre altresì domandarsi se è sostenibile un approccio organizzativo nel quale la consulenza e l'assistenza ai clienti vengono fornite in modo indifferenziato in tutti gli sportelli delle reti bancarie e se non sia necessario procedere a una diversificazione dei servizi offerti sul territorio, per assicurare che il rapporto con la clientela che desidera impiegare risparmio sia sempre tenuto da personale a ciò specificamente qualificato.

L'attuazione delle misure indicate dal gruppo di lavoro

Dalla data di pubblicazione del rapporto sono state avviate diverse iniziative fra quelle proposte, che richiedono peraltro un ulteriore impegno da parte di operatori e autorità per il loro completamento. Altre necessitano di una riflessione ulteriore alla luce dell'esperienza.

E' stato affrontato il tema delle piattaforme telematiche di distribuzione dei fondi comuni, con l'avvio, nello scorso mese di ottobre, di un gruppo di lavoro sulla gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti, costituito su impulso della Consob.

All'interno del gruppo vi è una sostanziale condivisione sull'importanza di pervenire a una razionalizzazione delle procedure di sottoscrizione e rimborso dei fondi. Ciò è utile per ridurre costi e complessità della gestione dei flussi informativi a livello di sistema; per facilitare i rapporti tra SGR e distributori non appartenenti allo stesso gruppo, primo passo verso l'affermazione di modelli distributivi ad architettura aperta; per eliminare le vischiosità tecniche che oggi frenano la "portabilità" delle quote dei fondi.

In campo europeo, è in via di emanazione definitiva la Direttiva UCITS IV, nell'ambito della quale, anche grazie all'azione svolta dalle autorità italiane, è stato introdotto il passaporto europeo "pieno" per le società di gestione di fondi comuni come auspicato nel gruppo di lavoro.

L'introduzione del passaporto europeo pone rilevanti problematiche attuative in materia di allocazione delle competenze e delle responsabilità fra le Autorità di vigilanza dei diversi paesi: la proposta di modifica della Direttiva prevede quindi per numerose materie l'emanazione di norme di armonizzazione di secondo livello a livello comunitario, con lo scopo di realizzare una sostanziale convergenza non solo delle regole, ma anche delle prassi di vigilanza.

L'impegno delle autorità italiane è quello di assicurare un regime di controlli che non consenta arbitraggi normativi e non svantaggi le SGR italiane. Allo stesso tempo, la normativa italiana e l'attività di controllo dovranno mirare, attraverso lo stretto coordinamento tra autorità, a minimizzare gli oneri per gli intermediari. In tale direzione vanno i numerosi interventi di semplificazione in materia di procedimenti amministrativi adottati dalla Banca d'Italia nell'ultimo anno.

Nel rapporto del gruppo di lavoro sul risparmio gestito vi era anche la proposta di abbassare in misura consistente il valore della sottoscrizione minima per quei fondi di hedge funds che rispettano determinate norme prudenziali quale l'effettiva rimborsabilità delle quote.

Nella congiuntura di mercato verificatasi alla fine del 2008, il fatto che la compagine dei sottoscrittori dei fondi speculativi fosse, data l'elevata soglia minima di sottoscrizione,

ristretta a un numero relativamente basso di persone con un livello di competenze in materia finanziaria mediamente elevato ha contribuito a evitare fenomeni di contagio.

L'esperienza segnala quindi la rilevanza e la delicatezza delle scelte che incidono sull'ampiezza del mercato potenziale per questi strumenti. Allo stesso tempo, l'industria internazionale degli hedge funds sta attraversando una fase di profonda ristrutturazione, della quale non sono attualmente prevedibili gli esiti, mentre si moltiplicano iniziative volte a regolamentare il settore. In tale situazione, sembra opportuno che prima di modificare norme nazionali si chiariscano gli orientamenti in ambito internazionale.

Fra gli altri interventi indicati nel rapporto e non ancora attuati il principale riguarda la tassazione. Non ritornerò sull'analisi effettuata dal gruppo. In questa sede voglio solo sottolineare come, alla luce dell'evoluzione dei mercati negli ultimi 18 mesi, non si tratta più, o solo, di eliminare gli svantaggi competitivi che subiscono i fondi comuni di diritto italiano rispetto a quelli esteri. Il meccanismo di prelievo fiscale basato sul maturato ha determinato in molti fondi azionari l'accumularsi di un ingente risparmio di imposta, una posta illiquida e non produttiva di reddito che ingessa la gestione e rende difficile, anche nell'ipotesi di una ripresa dei mercati, il conseguimento di performance soddisfacenti. In presenza di ulteriori riscatti, ciò può pregiudicare la liquidità dei fondi.

Vi sono evidenti vincoli di bilancio pubblico. E' tuttavia opportuno esplorare la possibilità di interventi che, con la necessaria gradualità e senza eccessivi costi per le finanze pubbliche, consentano di smobilizzare il risparmio di imposta accumulato, restituendo flessibilità alla gestione dei fondi.

La definizione di forme adeguate di assistenza e consulenza per la clientela deve divenire un impegno prioritario per tutti gli operatori. Come sopra ricordato, la qualità dei servizi resi alla clientela per la definizione di forme efficienti, economiche e adeguate di impiego del risparmio è cruciale per ristabilire la fiducia degli investitori.

Gli interventi in questa materia – previsti dal gruppo di lavoro sul risparmio gestito - erano sia di tipo normativo (si pensi, in particolare, alla disciplina dei consulenti finanziari indipendenti) sia, soprattutto, di autodisciplina.

E' compito delle associazioni di categoria degli intermediari che operano a contatto con la clientela, unitamente a quelle del settore del risparmio gestito, elaborare linee guida di autoregolamentazione per la costruzione di un servizio di qualità ai risparmiatori. La Banca d'Italia è disponibile a considerare, insieme alla Consob, una sede specifica per facilitarne la realizzazione.

Con riguardo all'autonomia e alla indipendenza delle SGR, la Banca sta lavorando per predisporre le disposizioni di vigilanza sulla modalità di esercizio dei poteri di direzione e coordinamento della capogruppo nei confronti delle società di gestione del risparmio appartenenti a gruppi bancari.

Le disposizioni, destinate a un'ampia consultazione, mirano a valorizzare l'indipendenza delle società di gestione all'interno dei gruppi e contengono previsioni in materia di: risorse finanziarie che devono essere assicurate alle SGR; criteri di remunerazione delle reti; collocazione organizzativa delle SGR nel gruppo; adozione delle migliori prassi di governo societario.

L'elaborazione di tali norme è solo una parte delle iniziative che su tale materia erano previste dal rapporto del gruppo di lavoro, che affidava a un codice di autoregolamentazione la disciplina delle regole di governance delle SGR: la consultazione sulla normativa di vigilanza può costituire una utile occasione perché si concretizzi anche questo lavoro.

* * *

In conclusione, credo che la formula che abbiamo sperimentato, di un gruppo di lavoro congiunto fra gli operatori del risparmio gestito e le autorità di settore, possa ancora essere proficuamente utilizzata per facilitare iniziative di coordinamento e auto-regolamentazione volte a riqualificare i servizi offerti e fornire per quella via una risposta alla crisi.