

Perché esistono gli intermediari finanziari

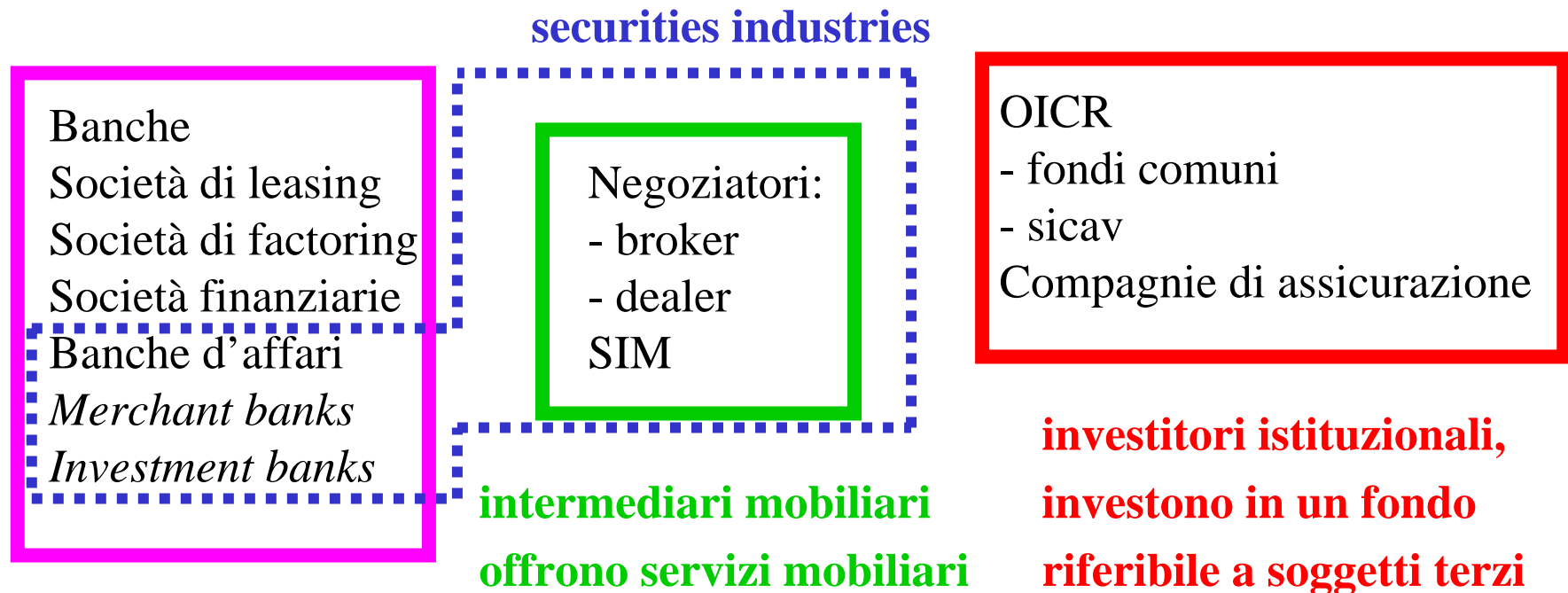
- Nella teoria economica, l'esistenza degli intermediari finanziari è ricondotta alle seguenti principali ragioni:
 - esigenza di conciliare le preferenze di portafoglio dei settori in avanzo (attività a breve termine e a basso rischio) con quelle dei settori in disavanzo (scadenze più lunghe e rischi superiori), mediante trasformazione di scadenze e rischi (Gurley & Shaw);
 - riduzione dei costi di transazione, soprattutto quelli di ricerca della controparte (Benston & Smith; Klein): gli intermediari hanno capacità e conoscenze tecniche e sono in grado di sfruttare le economie di scala nella produzione di attività finanziarie;

- riduzione delle asimmetrie informative (Leland & Pyle): l'intermediario si pone come creditore dell'operatore in deficit e debitore di quello in surplus; il problema si ripropone tra ognuna delle parti e l'intermediario, ma questi si trova in posizione migliore perché, per la natura del rapporto che ha con le imprese, riesce ad ottenere le informazioni;
- *delegated monitoring*: l'intermediario riceve una vera e propria delega dalle unità in surplus a valutare la rischiosità dei progetti da finanziare.

Caratteristiche degli intermediari finanziari

- Gli intermediari finanziari sono accomunati dalle seguenti caratteristiche:
 - le attività e passività finanziarie sono la componente fondamentale del loro bilancio;
 - i loro costi e ricavi derivano dalla produzione e dallo scambio di attività finanziarie e sono quindi rappresentati da interessi e commissioni (attivi e passivi);
 - sono soggetti ad una serie di rischi specifici delle attività finanziarie.
- Essi realizzano il collegamento tra le unità in surplus e le unità in deficit.

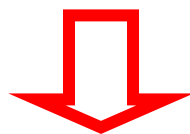
Una classificazione degli intermediari



**intermediari in senso stretto,
sistematicamente si interpongono
tra unità in surplus e in deficit**

Specificità della banca tra gli intermediari

- La peculiarità delle banche è che i loro debiti a vista (depositi) sono accettati come mezzo di pagamento



oltre alla funzione di allocazione delle risorse finanziarie, che è una funzione tipica di tutti gli intermediari finanziari, la banca svolge anche la funzione monetaria

- L'accettazione delle passività delle banche come mezzo di pagamento non deriva da norme di legge (come nel caso della moneta emessa dalle banche centrali) ma da un rapporto fiduciario che si instaura tra i partecipanti allo scambio e tra questi e la banca.

- Le banche possono continuare a svolgere la loro funzione monetaria nella misura in cui il pubblico continua ad avere fiducia nella moneta bancaria; questo grado di fiducia non riguarda solo il singolo emittente ma il sistema bancario nel suo complesso.
- La circostanza che a fronte di detta passività vi siano tipicamente attività non negoziabili (i prestiti) sottopone la banca ad un rischio particolare: la richiesta di rimborso di tutti i depositi non può essere soddisfatta (*fractional reserve*); in caso di crisi di fiducia si possono quindi generare fenomeni di corsa agli sportelli (*bank runs*) che accrescono le difficoltà della banca e che possono estendersi a tutto il sistema (rischio sistemico).

- La banca “produce” attività finanziarie con caratteristiche tecniche ed economiche particolarmente flessibili e adattabili alle differenti esigenze espresse dalla clientela:
 - una caratteristica dei prestiti e dei depositi è di essere il risultato contrattuale di una negoziazione diretta tra singoli clienti e la banca;
 - inoltre è possibile un’ampia articolazione di forme tecniche che si differenziano per le diverse modalità di utilizzo delle somme versate o prese a prestito da parte della clientela e per la diversità delle prestazioni a carico della banca.
- L’elevata specificità e personalizzazione dei contratti ha come conseguenza la loro mancata negoziabilità sui mercati secondari.

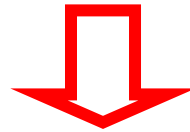
- La specificità del rapporto tra banca e cliente, che è l'effetto della negoziazione diretta delle principali variabili contrattuali, consente alla banca di ampliare l'ambito del proprio intervento oltre la pura creazione di attività finanziarie, quali i depositi e i prestiti, offrendo alla clientela servizi a contenuto informativo e di pagamento, finalizzati a soddisfare i bisogni di assistenza finanziaria.
- Nel caso del deposito, ad esempio, la definizione del prodotto si fonda sull'ammontare di moneta versato alla banca e sulle particolari clausole contrattuali previste per l'utilizzo delle somme versate ma nello stesso tempo è fondamentale per soddisfare i bisogni del cliente la gamma e la qualità di strumenti messi a disposizione per l'utilizzo del deposito.

- Nel rapporto tra banca e cliente anche le forme distributive e organizzative predisposte dalla banca contribuiscono a soddisfare i bisogni espressi dalla clientela.
- Nel caso del deposito, sono rilevanti la vicinanza dello sportello bancario e la possibilità di operare via telefono oppure *on line* e la qualità dei processi di interazione che hanno luogo in corrispondenza dell'utilizzo del deposito, ad esempio la rapidità di esecuzione di un pagamento.
- Il prodotto della banca è quindi composto dal contratto finanziario vero e proprio nelle sue caratteristiche tecnico-economiche, dal pacchetto di servizi (di pagamento e informativi) costruito intorno ad esso e dall'insieme di benefici accessori che caratterizzano il sistema distributivo e di erogazione del prodotto (localizzazione, sistema organizzativo e tecnologie).

- L'intreccio tra la funzione monetaria e la funzione creditizia e il conseguente inserimento nel sistema dei pagamenti fornisce alla banca informazioni continue e riservate sull'attività dell'impresa affidata, sulle sue condizioni di liquidità, sui mercati in cui opera, sul grado di rischio del suo attivo.
- L'esclusività della relazione che si instaura tra banca e cliente assicura comunque a quest'ultimo che tali informazioni rimangano riservate.

La banca nella legislazione italiana

- In base alle previsioni del d.lgs. 1.9.1993 n. 385 (TUB) l'**attività bancaria** è definita come:



l'attività costituita dalla raccolta del risparmio tra il pubblico e dal congiunto esercizio del credito

- Questa attività è riservata alle banche, che peraltro possono esercitare (oltre all'attività bancaria) ogni altra attività finanziaria nonché attività connesse e strumentali.
- In particolare le banche possono svolgere tutte le attività ammesse al mutuo riconoscimento in ambito comunitario:

- raccolta di depositi o di altri fondi con obbligo di restituzione;
- operazioni di prestito (compreso il credito al consumo, il credito con garanzia ipotecaria, il factoring, le cessioni di credito pro soluto e pro solvendo, il credito commerciale incluso il forfaiting);
- leasing finanziario;
- servizi di pagamento;
- emissione e gestione di mezzi di pagamento (carte di credito, travellers cheques, lettere di credito);
- rilascio di garanzie e impegni di firma;
- operazioni per proprio conto o per conto della clientela in strumenti di mercato monetario, cambi, strumenti finanziari a termine e opzioni, contratti su tassi di cambio e tassi d'interesse, valori mobiliari;
- partecipazione alle emissioni di titoli e servizi connessi;

- consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché consulenza e servizi nel campo delle concentrazioni e del rilievo di imprese;
 - servizi di intermediazione finanziaria del tipo *money broking*;
 - gestione o consulenza nella gestione di patrimoni;
 - custodia e amministrazione di valori mobiliari;
 - servizi di informazione commerciale;
 - locazione di cassette di sicurezza;
- All'anzidetto elenco possono essere aggiunte altre attività in virtù delle misure di adattamento assunte dalle autorità comunitarie. Inoltre la Banca d'Italia può consentire l'esercizio di attività non ammesse al mutuo riconoscimento, che devono essere disciplinate appositamente.

- Il TUB definisce la raccolta di risparmio tra il pubblico come l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia in altra forma. Essa è vietata ai soggetti diversi dalle banche e non comprende la raccolta effettuata presso soci e dipendenti e presso società controllanti, controllate e collegate.
- In particolare è strettamente riservata alle banche la raccolta di fondi a vista e ogni forma di raccolta collegata all'emissione o alla gestione di mezzi di pagamento.
- Per procurarsi i mezzi finanziari necessari alla loro attività, le banche possono inoltre emettere obbligazioni, anche convertibili, titoli di deposito e anche prestiti subordinati, irredimibili o rimborsabili, i quali possono a loro volta essere in forma di obbligazioni o di titoli di deposito.

- Per poter esercitare l'attività bancaria le banche devono essere iscritte in un apposito albo presso la Banca d'Italia, che autorizza l'iscrizione a condizione che:
 - sia adottata la forma di società per azioni o di società cooperativa per azioni a responsabilità limitata;
 - il capitale sia di ammontare non inferiore a quello stabilito dalla Banca d'Italia;
 - venga presentato un programma concernente l'attività iniziale, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto;
 - i partecipanti al capitale abbiano i requisiti di onorabilità previsti nel TUB;
 - i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo abbiano i requisiti di onorabilità e professionalità previsti nel TUB.

- Per le banche in forma di società per azioni, dove ogni socio ha diritto a tanti voti quante sono le azioni possedute:
 - le partecipazioni superiori al 5% devono essere autorizzate dalla Banca d'Italia;
 - chi svolge in misura rilevante attività d'impresa in settori non bancari né finanziari non può essere autorizzato a partecipare per più del 15% al capitale di una banca.
- Per le banche popolari, costituite in forma di società cooperativa a responsabilità limitata, dove ogni socio ha un voto a prescindere dal numero di azioni possedute:
 - nessun socio può detenere azioni in misura eccedente lo 0,50% del capitale;
 - il divieto non vale per gli organismi di investimento collettivo del risparmio (essenzialmente i fondi comuni d'investimento) per i quali sono previsti limiti dalla disciplina propria di ciascuno di essi.

- Per le banche di credito cooperativo (BCC), anch'esse costituite in forma di società cooperativa a responsabilità limitata, che sono caratterizzate dall'esercizio del credito prevalentemente a favore dei soci:
 - il numero di soci non può essere inferiore a 200;
 - nessun socio può possedere azioni il cui valore nominale complessivo superi un ammontare stabilito dalla Banca d'Italia.
- Si tratta di banche solitamente di piccola o piccolissima dimensione i cui soci devono risiedere, avere sede o operare con continuità nel territorio di competenza della banca.
- Ad eccezione delle BCC, che hanno una competenza territoriale limitata prefissata in statuto in base alle disposizioni di Banca d'Italia, le banche possono stabilire succursali (sportelli) in Italia e negli altri Stati comunitari.

- Il TUB dedica un'attenzione particolare a quelli che erano precedentemente chiamati crediti speciali e che erano attività riservate agli istituti di credito speciale.
- Si tratta di credito fondiario, credito alle opere pubbliche, credito agrario e peschereccio, finanziamenti agevolati, credito su pegno, che sono stati ridefiniti dal TUB e sono ora praticabili senza alcuna particolare autorizzazione da qualsiasi banca.
- Poiché sono crediti con scadenze non brevi, e quindi particolarmente rischiosi, buona parte di essi è assistita da garanzie reali specifiche; in taluni casi i crediti sono concessi in forme tecniche particolari.

L'organizzazione dell'attività bancaria

- Il TUB ha aperto la strada per la coesistenza di banche di natura diversissima con riguardo alle caratteristiche strutturali e funzionali.
- A parte la differenza di forma giuridica, ogni banca può assumere la veste più idonea alle esigenze e agli obiettivi del suo soggetto economico, alle sue dimensioni, alla sua localizzazione, alle sue caratteristiche organizzative, alla specializzazione e alla professionalità del suo management.
- Vi possono essere banche che decidono di svolgere tutte le attività consentite dal TUB e banche che decidono di effettuare solo alcune di esse, specializzandosi per scadenza dell'attivo e del passivo, per tipo di attività prevalente, per segmenti di clientela.

- La scelta delle attività da svolgere dipende dalle dimensioni, dalla zona di operatività, dalle caratteristiche della clientela, dal posizionamento nel mercato, dal tipo di concorrenza con cui si ha a che fare, dalle risorse umane disponibili, dalle preferenze del soggetto economico, ecc.
- Una volta decisa la gamma e il mix di attività da svolgere, si tratta di stabilire la formula organizzativa da assumere. Il TUB offre - e la pratica riscontra - due opportunità:

Banca universale

Svolge direttamente tutte le attività che ha deciso di intraprendere

Gruppo bancario

Vi è una capogruppo (che può essere variamente strutturata) che si avvale dell'operato di più consociate o controllate specializzate in una o più attività che non vengono quindi svolte dalla capogruppo

- Il gruppo bancario può essere alternativamente composto:
 - da una banca capogruppo e da società bancarie, finanziarie e strumentali da essa controllate;
 - da una società finanziaria capogruppo e da società bancarie, finanziarie e strumentali da essa controllate, quando nell'ambito del gruppo abbia rilevanza la componente bancaria.
- I gruppi bancari sono iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia.
- La capogruppo si assume importanti responsabilità nei confronti delle controllate in caso di loro crisi. Essa esercita l'attività di direzione e coordinamento del gruppo ed emana disposizioni alle controllate per l'esecuzione delle istruzioni impartite dalla Banca d'Italia per la stabilità del gruppo.

Banca universale

vantaggi

- formula più semplice e lineare
- non vi sono duplicazioni di costi legati alla pluralità di società
- più puntuale e organica unità di comando (meno conflitti)
- vantaggi nello sfruttamento delle informazioni
- possibilità di accrescere l'efficienza operativa mediante l'utilizzo e il trasferimento delle risorse su un'ampia gamma di prodotti o servizi (economie di produzione congiunta)

svantaggi

- difficoltà di integrare le competenze e professionalità per le diverse attività svolte (deve esserci visione a tutto campo a tutti i livelli gerarchici)
- complessità gestionale
- rischio di conflitti di interesse, che rende necessario separare le attività (*chinese walls*)

Gruppo bancario

vantaggi

- minori problemi di integrazione di competenze diverse, poiché la competenza a tutto campo e la conoscenza di tutte le attività svolte riguardano solo i vertici del gruppo
- possibilità di sfruttare economie di specializzazione

svantaggi

- rischio di duplicazione dei costi di struttura
- problemi di coordinamento delle diverse società
- rischio di conflitti tra i vertici delle diverse società

- Nella pratica la distinzione tra banca universale e gruppo bancario è tendenzialmente più sfumata. Anche le banche che hanno deciso di svolgere direttamente tutte le attività hanno società controllate e consociate cui affidano compiti specifici di natura finanziaria o strumentale.

- Un caso a parte è quello delle banche di piccole dimensioni, che non possono fare la banca universale né costituire un gruppo bancario poiché non hanno volumi produttivi sufficienti a raggiungere i livelli minimi che rendono economicamente conveniente una scelta di questo tipo.
- La scelta quasi obbligata è di svolgere in proprio un certo numero di attività (di solito le più tradizionali e più semplici dal punto di vista tecnico) e avvalersi, insieme ad altre banche, di società partecipate (per quote molto modeste) specializzate nelle singole attività non svolte in proprio.
- Queste banche hanno tutte una rete di sportelli e quindi una forza distributiva molto forte; per quanto riguarda la capacità produttiva devono decidere se per determinati prodotti e attività sia preferibile la produzione diretta o l'acquisto.

Canali distributivi

- Il canale distributivo tradizionale è rappresentato dagli sportelli, la cui distribuzione geografica configura la cosiddetta articolazione territoriale della banca.
- Con riferimento alla scelta delle aree in cui insediare gli sportelli, le banche tendono a privilegiare le località ad elevata intensità di movimento di persone e i centri economicamente più sviluppati.
- Le banche devono anche decidere quali compiti attribuire agli sportelli, poiché non tutti svolgono le medesime funzioni né hanno le medesime competenze.

- E' possibile distinguere le seguenti tipologie:
 - punti operativi con ampia gamma di servizi offerti e ampia autonomia operativa e decisionale, come gli sportelli di grandi dimensioni localizzati in centri rilevanti dal punto di vista economico e/o demografico;
 - punti operativi con ampia autonomia decisionale ma che offrono una gamma di servizi limitata, come gli sportelli destinati a soddisfare le esigenze di particolari fasce di clientela quali le famiglie con consistenti patrimoni e alto reddito (*private banking*) o le imprese di maggiori dimensioni (*corporate banking*);
 - punti operativi che offrono un'ampia gamma di servizi ma hanno un limitato grado di autonomia; essi devono fare riferimento, per le decisioni più importanti, agli uffici di sede centrale oppure a sportelli di ordine gerarchico superiore;

- punti operativi con una limitata gamma di servizi offerti e con limitata autonomia, come gli sportelli aziendali (che operano solo all'interno di imprese o enti), gli sportelli automatici o i terminali POS.
- Negli ultimi anni vi è peraltro stato un grande sviluppo di canali alternativi rispetto a quello fisico rappresentato sostanzialmente dalla rete di sportelli. In particolare la diffusione del *phone banking* e dell'*internet banking* è stata molto marcata.

Gli intermediari non bancari

- Si definiscono intermediari non bancari quelli che raccolgono tra il pubblico ma in forma diversa dai depositi a vista.
- Questi intermediari sono tipicamente presenti nei paesi in cui vi è una regolamentazione che istituisce rigide barriere intorno alle istituzioni bancarie e sono caratteristici dei mercati anglosassoni a causa del forte regime di specializzazione che, almeno fino a qualche anno fa, caratterizzava quei paesi. Si ricordano le istituzioni che concedono a famiglie mutui per l'edilizia (*building societies* in Inghilterra, *Savings and Loan Associations* negli Stati Uniti).

- In Italia solo il sistema postale può essere considerato come intermediario finanziario che raccoglie depositi.
- Gli intermediari non bancari nel nostro paese si dedicano alla concessione di finanziamenti utilizzando fondi ottenuti da altri intermediari (ad esempio sul mercato interbancario) anziché raccolti presso il pubblico.
- La loro funzione fondamentale è specializzarsi in qualche forma di finanziamento, in particolare in quelle che richiedono technicalità di tipo particolare. Un esempio tipico è quello delle società di leasing e di factoring, che concedono finanziamenti alle imprese, e quello degli intermediari per il credito personale alle famiglie

Le banche di intermediazione mobiliare

- Le banche di intermediazione mobiliare (parte della *securities industry*) operano sul mercato dei capitali per consentire alle imprese di raccogliere sul mercato finanziario le somme necessarie ai loro investimenti.
- Alcune di esse (banche d'affari e *investment banks*) hanno il compito fondamentale di organizzare le emissioni di titoli (svolgendo anche la relativa consulenza) e assicurare il collocamento presso investitori istituzionali e pubblico.
- La banca d'affari, che trae origine dall'esperienza francese, interviene con tre possibili modalità:
 - assunzione dei titoli, in vista del loro graduale collocamento sul mercato;

- acquisto diretto dei titoli come forma di finanziamento permanente (in aggiunta o in alternativa al credito a medio/lungo termine);
 - intervento di semplice collegamento tra domanda e offerta ai fini della negoziazione e del collocamento dei titoli.
-
- L'attività di *investment banking* è l'evoluzione di quella della banca d'affari nell'ambito dell'esperienza americana: le *investment banks* curano l'emissione dei titoli organizzando un gruppo di banche (*syndicate*) che si occupa della sottoscrizione dei titoli e del successivo collocamento.
 - L'erogazione di fondi ha una funzione puramente accessoria rispetto all'organizzazione dell'emissione in tutti i suoi aspetti fondamentali.

- Sono tre i momenti essenziali dell'attività:
 - l'*origination*, cioè il disegno dell'operazione;
 - l'*underwriting*, cioè la sottoscrizione dei titoli da parte di un consorzio capeggiato dalla banca d'investimento;
 - il *placement*, cioè il collocamento dei titoli.
- Il capitale proprio dell'*investment bank* ha lo scopo di coprire la fase iniziale dell'operazione ma soprattutto di rafforzare la fiducia dei futuri sottoscrittori.
- Vi sono diverse definizioni, più o meno ampie, di *investment banking*. Uno degli elementi di distinzione tra esse è l'inclusione o non dell'assistenza nelle operazioni di fusione e di acquisizione (che peraltro è oggi una delle attività fondamentali).

- Una merchant bank è invece una banca d'intermediazione mobiliare il cui scopo fondamentale è assumere partecipazioni nelle imprese in vista di un successivo classamento sul mercato.
- Tutti questi soggetti hanno un'importanza notevole nel funzionamento del mercato mobiliare, sia primario che secondario.

Brokers e dealers

- Vi sono alcuni operatori della *securities industry* che hanno l'obiettivo fondamentale di assicurare lo svolgimento degli scambi: si tratta di *brokers e dealers*.
- Il broker è un mediatore puro, che svolge la ricerca della controparte per conto del proprio cliente. Egli compra e vende titoli, contrattando eventualmente il prezzo, in nome e per conto del cliente e addebita a quest'ultimo una commissione sul volume delle negoziazioni.
- Il servizio svolto dal *broker* richiede quindi informazioni su possibili acquirenti e venditori (e contatti con essi), capacità di analizzare le condizioni del mercato, abilità nell'individuare tempi e modalità di esecuzione dell'ordine.

- Il *dealer* acquista titoli in nome proprio per collocarli presso la clientela: egli assume quindi posizioni in titoli e il relativo rischio.
- I profitti del *dealer* possono essere:
 - profitti di negoziazione, dati dalla differenza tra le quotazioni di acquisto e quelle di vendita;
 - profitti di arbitraggio, collegati alla capacità di prevedere correttamente l'andamento delle variabili di mercato;
 - profitti di intermediazione;
 - *spread* tra il rendimento medio del portafoglio titoli e costo medio delle fonti di finanziamento.
- Il portafoglio titoli del *dealer* è una sorta di serbatoio che si riempie e si svuota in relazione agli sfasamenti temporali tra domanda e offerta di titoli.

- Un *dealer* che si impegna ad acquistare e vendere titoli all'interno di un intervallo di prezzi prefissato è detto *market maker*.
- Il *market maker* assicura a tutti gli altri soggetti di poter vendere o comprare quei particolari titoli, dei quali quindi “fa il mercato”. Egli offre quindi un servizio di liquidità e, attenuando le fluttuazioni temporanee della domanda netta del pubblico per un dato titolo, contribuisce a contenere quello che altrimenti potrebbe essere un andamento molto volatile dei prezzi delle transazioni.
- L'intervallo di prezzi (*bid-ask spread*) rappresenta il profitto dell'operatore, il cui rischio è che i prezzi varino in modo da rendere non più remunerativa la posizione assunta.

- Le norme vigenti hanno eliminato la separazione tra servizi bancari e servizi d'investimento, consentendo alle banche di offrire anche la negoziazione diretta su titoli azionari, che prima era loro preclusa.
- La funzione di *broker* e *dealer*, compresa quella relativa ai titoli azionari, può essere quindi ora direttamente dal *desk* della banca.

Le società di intermediazione mobiliare

- Le società di intermediazione mobiliare (sim) sono operatori specializzati nei servizi di investimento, e cioè, secondo l'articolo 1 del d.lgs. 24.2.1998 n. 58 (TUIF):
 - negoziazione per conto proprio;
 - negoziazione per conto di terzi;
 - collocamento con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto di terzi;
 - ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione.
- Come si è accennato, in passato le Sim avevano l'esclusiva della negoziazione diretta in borsa di titoli azionari.

- Oggi tutti i servizi di investimento possono essere svolti, oltre che dalle Sim, anche dalle banche, e quindi l'esistenza delle Sim è il frutto di una specializzazione e di una scelta imprenditoriale autonoma e non di un monopolio regolamentare.
- Vi sono altri soggetti che possono operare nei servizi d'investimento:
 - le società di gestione del risparmio (Sgr), limitatamente all'attività di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto di terzi; le Sgr si occupano anche della gestione di organismi di investimento del risparmio (Oicr);
 - gli intermediari finanziari iscritti all'elenco di cui all'articolo 107 del TUB, limitatamente ai servizi di negoziazione per conto proprio relativi a strumenti derivati e ai servizi di collocamento;

- gli agenti di cambio, cui peraltro sono preclusi la negoziazione per conto proprio e il collocamento;
 - gli intermediari finanziari iscritti all’elenco di cui all’articolo 107 del TUB, limitatamente ai servizi di negoziazione per conto proprio relativi a strumenti derivati e ai servizi di collocamento;
 - le società fiduciarie autorizzate.
- Sono consentiti anche servizi accessori:
 - custodia e amministrazione di strumenti finanziari;
 - locazione di cassette di sicurezza;
 - concessione di finanziamenti per operazioni su strumenti finanziari in cui interviene il soggetto che concede il finanziamento;

- consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché consulenza e servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese;
 - servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento;
 - consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari;
 - intermediazione in cambi se collegata alla prestazione di servizi di investimento.
- La nozione di strumenti finanziari è molto ampia e comprende azioni e obbligazioni, titoli di stato, quote di fondi comuni di investimento, titoli di mercato monetario, strumenti derivati di vario tipo.

- Le Sim sono iscritte in un apposito albo tenuto dalla Consob, che autorizza l'iscrizione quando siano verificate condizioni in termini di forma giuridica (s.p.a.), capitale minimo, onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali, onorabilità dei soci con partecipazioni rilevanti.
- Sono dettati criteri generali per la prestazione dei servizi di investimento e norme specifiche per l'attività di negoziazione e per quella di gestione di patrimoni.
- I criteri generali prevedono che l'intermediario si comporti, nella prestazione dei servizi, con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e dell'integrità dei mercati, che si organizzi in modo da ridurre al minimo il rischio di conflitti d'interesse, che abbia una gestione indipendente, sana e prudente.

- Molto importante è la previsione di separatezza patrimoniale degli strumenti finanziari e del denaro dei clienti a qualsiasi titolo detenuti dall'impresa di investimento e degli strumenti finanziari dei clienti detenuti dalla banca: sono patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dell'intermediario e degli altri clienti.
- Nell'attività di gestione il contratto deve essere scritto e il cliente può impartire istruzioni vincolanti sulle operazioni da compiere.
- L'offerta fuori sede di strumenti finanziari e di servizi d'investimento deve essere effettuata avvalendosi di promotori finanziari.

Investitori istituzionali

- Gli investitori istituzionali sono caratterizzati dal fatto di investire un patrimonio per conto di unità in surplus:

in base a un mandato
specifico per effetto del quale
l'investimento avviene su
base collettiva

**fondi comuni, fondi pensione,
fondi speciali gestiti da compagnie
di assicurazione**

per effetto di
un'intermediazione
vera e propria

**compagnie di assicurazione
nelle polizze vita tradizionali**

- L'insieme dell'attività degli investitori istituzionali e della gestione su base individuale è il settore del risparmio gestito (*asset management*).

La nozione di OICVM

- L'espressione OICVM sta ad indicare gli “organismi di investimento collettivo in valori mobiliari”, quindi si riferisce ad organismi che raccolgono risorse finanziarie da un elevato numero di soggetti e poi gestiscono queste risorse in modo collettivo attraverso il loro investimento in valori mobiliari.
- L'espressione OICVM nell'ordinamento italiano è stata sostituita, con il d.lgs. 28 febbraio 1998 n. 58, da quella di “organismi di investimento collettivo del risparmio” (OICR), che comprende i fondi comuni di investimento e le società di investimento a capitale variabile (Sicav).

- Il fondo comune di investimento è un organismo che mediante la sottoscrizione di apposite quote di partecipazione, raccoglie risorse finanziarie da una pluralità di soggetti. Queste risorse vengono gestite in modo unitario (“in monte”) e rappresentano un patrimonio separato da quello della società di gestione. Occorre distinguere:
 - i fondi aperti, i cui partecipanti hanno diritto di richiedere in qualsiasi momento il rimborso delle quote secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo;
 - i fondi chiusi, in cui il diritto al rimborso viene riconosciuto ai partecipanti solo a scadenze prefissate.

- La Sicav è una società per azioni a capitale variabile che ha per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto presso il pubblico mediante emissione di proprie azioni.
- La Sicav quindi non gestisce un patrimonio distinto da quello proprio - come avviene invece nel caso dei fondi di investimento - in quanto è lo stesso patrimonio della società ad essere investito in valori mobiliari.
- I partecipanti che hanno conferito le risorse finanziarie sono quindi anche azionisti della Sicav, e il capitale di quest'ultima varia per effetto dell'emissione di nuove azioni e del rimborso di quelle oggetto di riscatto.

- I fondi aperti sono stati introdotti nell'ordinamento italiano con la legge 23 marzo 1983 n. 77, prima della quale operavano nel nostro paese esclusivamente fondi di diritto estero, ancora presenti sul mercato italiano ma con un peso modesto. La disciplina dei fondi aperti è stata modificata dal d. lgs. 25 gennaio 1992, n. 83 e successivamente dal Tuif.
- Le Sicav sono state introdotte nel nostro ordinamento dal richiamato d. lgs. 25 gennaio 1992, n. 83 e la loro disciplina è stata poi modificata dal Tuif.
- I fondi chiusi sono stati introdotti nell'ordinamento italiano con la legge 14 agosto 1993 n. 344 e la loro disciplina è stata poi modificata dal Tuif.

- Il Tuif, con i relativi regolamenti attuativi, rappresenta quindi il punto di riferimento per quanto riguarda l'attuale regolamentazione della gestione collettiva del risparmio. Essa è disciplinata dal titolo III della parte II del Tuif, che la riserva a favore delle società di gestione del risparmio (Sgr) - che, oltre a gestire fondi d'investimento possono anche svolgere l'attività di gestione di patrimoni individuali - e delle Sicav.
- Un principio importante sancito dal Tuif è la possibilità di delegare la gestione: una Sgr può affidare a intermediari abilitati al servizio di gestione di patrimoni specifiche scelte d'investimento relative a un fondo nell'ambito di criteri di allocazione del risparmio da essa definiti; una Sicav può delegare la gestione del patrimonio a una Sgr.

La gestione collettiva del risparmio

- La funzione degli OICVM è quella di raccogliere risorse finanziarie da una pluralità di soggetti per gestirle in modo collettivo.
- I principali vantaggi ottenibili dall'affidare le proprie risorse finanziarie ad un OICVM sono i seguenti:
 - l'opportunità di conseguire un'elevata diversificazione (a cui si accompagna una riduzione del rischio) anche con risorse di ammontare ridotto;
 - la possibilità di beneficiare di costi di gestione ridotti;e derivano dalla circostanza che le risorse finanziarie dei singoli confluiscono in un patrimonio unico comune di grandi dimensioni.

- Nell'ambito dell'economia degli intermediari finanziari, si possono attribuire agli OICVM più funzioni:
 - una funzione di intermediazione, poiché facilitano l'incontro tra soggetti in surplus finanziario e soggetti in deficit finanziario;
 - una funzione di investimento, poiché disponendo del risparmio raccolto essi selezionano le opportunità di investimento che meglio soddisfino gli obiettivi degli investitori in termini di rendimento e rischio;
 - una funzione di gestione delle risorse disponibili per i risparmiatori, che consente a questi ultimi di beneficiare dei vantaggi sopra evidenziati;

- una funzione di consulenza, sia a favore dei risparmiatori, a cui può essere offerta assistenza puntuale e precisa circa l'impiego dei loro risparmi, sia a favore dei soggetti finanziati, per la capacità di assecondarne i piani di investimento in funzione delle loro specifiche necessità.
- Naturalmente ciascuna tipologia di OICVM ha le sue specificità, che rivestono un ruolo molto importante nel determinare sia le modalità di svolgimento delle anzidette funzioni sia il maggiore o minore rilievo di alcune di esse rispetto ad altre.

Le Sicav

- Le Sicav sono società per azioni il cui oggetto sociale esclusivo è rappresentato dall'investimento collettivo delle risorse finanziarie raccolte presso il pubblico attraverso l'emissione di proprie azioni.
- La gestione dei mezzi finanziari raccolti si identifica con la gestione del patrimonio sociale ed è quindi affidata agli organi amministrativi della Sicav stessa, a meno che venga delegata ad una Sgr.
- Il capitale delle Sicav varia per effetto delle sottoscrizioni e dei rimborsi ma anche per effetto delle plusvalenze e minusvalenze realizzate nel corso della gestione (poiché coincide con il patrimonio netto).

- La Sicav, con apposita previsione statutaria, può essere suddivisa in più comparti di investimento (Sicav multicomparto) per ognuno dei quali può essere emessa una particolare categoria di azioni.
- In questo caso, ciascun comparto costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti da quello degli altri comparti.
- I partecipanti di una Sicav hanno poteri più ampi rispetto ai partecipanti di un fondo comune d'investimento, poiché sono anche soci e quindi possono incidere sulle vicende della società e sulle politiche d'investimento da essa adottate attraverso l'esercizio del diritto di voto.

- Nella pratica, peraltro, esiste una netta distinzione tra il socio di riferimento, che è anche gestore dell'investimento, e il socio piccolo-risparmiatore, e quindi le Sicav sono sostanzialmente molto più simili a un fondo comune d'investimento che a una società per azioni.
- Le Sicav, già attive da tempo su altri mercati, sono state introdotte nell'ordinamento italiano solo nel 1992 e sono attualmente disciplinate dal Tuif.
- La costituzione di una Sicav deve essere autorizzata dalla Banca d'Italia, sentita la Consob; ai fini del rilascio dell'autorizzazione devono essere verificate alcune condizioni, e in particolare:

- deve essere adottata la forma di società per azioni e lo statuto deve prevedere come oggetto sociale esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante emissione di proprie azioni;
- la sede legale e la direzione generale devono essere in Italia;
- il capitale sociale deve essere almeno pari a 5 milioni di euro;
- i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo devono rispettare determinati requisiti di professionalità e onorabilità;
- i partecipanti al capitale devono rispettare determinati requisiti di onorabilità.

- Le Sicav autorizzate sono iscritte in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia.
- Qualora il capitale della Sicav scenda al di sotto dell'importo minimo stabilito (5 milioni di euro) e vi rimanga per sessanta giorni, la Sicav viene posta in liquidazione. Il termine è però sospeso ove sia iniziata una procedura di fusione con un'altra Sicav. In ogni caso una Sicav non può trasformarsi in un'altra tipologia di soggetto dedito alla gestione collettiva del risparmio.
- Le azioni rappresentative del capitale della Sicav possono essere sia nominative sia al portatore a scelta del sottoscrittore e devono essere interamente liberate al momento della loro emissione.

- Oltre alle caratteristiche che tradizionalmente distinguono le azioni nominative da quelle al portatore, le azioni delle Sicav presentano una rilevante particolarità per quanto attiene al diritto di voto: le azioni nominative attribuiscono un diritto di voto per ciascuna azione mentre le azioni al portatore attribuiscono un solo voto per ogni socio, indipendentemente dal numero di azioni possedute. Ove la circostanza sia specificamente prevista dallo statuto della Sicav, è possibile l'esercizio del diritto di voto per corrispondenza.
- La Sicav è tenuta ad assicurare agli azionisti la possibilità di convertire in ogni momento azioni nominative in azioni al portatore e viceversa.

- Poiché la Sicav non dispone di un capitale nominale, in quanto il capitale è sempre uguale al patrimonio netto ed è appunto variabile, le azioni emesse sono prive di valore nominale e il loro valore è determinato in ogni momento dal rapporto tra il valore netto delle attività complessivamente in portafoglio e il numero delle azioni in circolazione. Al momento della sottoscrizione è però stabilito un valore iniziale minimo di ciascuna azione, pari a 5 euro o al maggior importo stabilito dalla Banca d'Italia.
- Alla Sicav è fatto divieto di emettere obbligazioni o azioni di risparmio nonché di acquistare o comunque detenere azioni proprie.

- La custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide della Sicav è affidata ad una banca depositaria, che si occupa, tra l'altro, di accertare la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle azioni nonché il calcolo del loro valore.
- La gestione del patrimonio sociale deve essere trasparente, tesa ad evitare l'insorgere di conflitti di interesse e orientata al rispetto dei criteri di un'ottimale selezione degli investimenti in relazione alla combinazione rischio-rendimento prescelto; al fine di assicurare tutto questo, la Banca d'Italia detta norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio.

- Queste norme prudenziali definiscono, tra l'altro, alcuni limiti all'investimento, quali ad esempio:
 - limiti agli investimenti in strumenti di uno stesso emittente o di emittenti appartenenti al medesimo gruppo;
 - limiti alla detenzione dei diritti di voto;
 - limiti per gli acquisti di strumenti finanziari che avvengono nell'ambito di operazioni di collocamento operate da società appartenenti al gruppo della Sicav.
- Sono anche previsti alcuni divieti di carattere generale, relativi ad esempio alle vendite allo scoperto e alla concessione di prestiti.

- Possono collocare proprie azioni in Italia anche Sicav di diritto estero, sia armonizzate (cioè rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie in materia di OICR) sia non armonizzate. In entrambi i casi occorre una preventiva comunicazione alla Banca d'Italia e alla Consob (diversa nei due casi) ai fini dell'ottenimento della relativa autorizzazione.

Le società di gestione del risparmio (Sgr)

- La società di gestione del risparmio (Sgr) è una figura nuova introdotta dal Tuir alla quale, oltre alla gestione collettiva del risparmio tramite fondi di investimento, è consentita anche l'attività di gestione di patrimoni individuali e la gestione di fondi pensione.
- A differenza di quanto previsto dalla disciplina previgente, una medesima Sgr può gestire sia fondi aperti sia fondi chiusi.
- L'autorizzazione allo svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio deve essere autorizzato dalla Banca d'Italia.

Per il rilascio dell'autorizzazione devono essere verificate alcune condizioni, e in particolare:

- deve essere adottata la forma di società per azioni;
- la sede legale e la direzione generale devono essere in Italia;
- il capitale sociale deve essere almeno pari a 1 milione di euro e il patrimonio di vigilanza non inferiore a quanto stabilito dalla Banca d'Italia e commisurato alla tipologia di attività e alla natura e al valore dei fondi gestiti;
- i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo devono rispettare determinati requisiti di professionalità e onorabilità;

- i partecipanti al capitale devono rispettare determinati requisiti di onorabilità;
 - deve essere presentato un programma di attività iniziale che illustri il progetto imprenditoriale e una relazione sulla struttura organizzativa della Sgr;
 - la struttura del gruppo cui appartiene la Sgr non deve essere tale da pregiudicare l'esercizio della vigilanza e devono essere fornite informazioni sulle eventuali partecipazioni qualificate, sui soggetti che le detengono.
- Le Sgr autorizzate sono iscritte in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia.

- Le Sgr possono istituire uno o più fondi di investimento; esse possono gestire i fondi istituiti oppure limitarsi a promuoverli e affidarne la gestione ad un'altra Sgr.
- Per ciascun fondo l'assemblea ordinaria della Sgr deve approvare un regolamento che definisce le caratteristiche del fondo e ne disciplina il funzionamento. Il regolamento dei fondi deve essere approvato dalla Banca d'Italia, che ne valuta la completezza e la compatibilità con i criteri generali da essa determinati.
- Le attività liquide e gli strumenti finanziari che costituiscono il patrimonio di ciascun fondo sono custoditi presso una banca depositaria.

- Ciascun fondo, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della Sgr e da quello di ciascun partecipante nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima Sgr.
- La Sgr non può in nessun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti.

I fondi comuni di investimento

- I fondi comuni di investimento sono organismi che, mediante la sottoscrizione di quote di partecipazione, raccolgono risorse finanziarie presso una pluralità di soggetti e le investono “in monte”.
- Il compito principale è quindi quello di sollecitare presso il pubblico la sottoscrizione delle quote di partecipazione e operare le scelte di investimento più opportune sulla base di predeterminati obiettivi di rendimento e rischio.
- Gli effetti delle variazioni di valore dei titoli in portafoglio del fondo si riflettono direttamente sui partecipanti per effetto delle variazioni di valore delle quote del fondo.

- I fondi comuni di investimento si distinguono in fondi aperti e fondi chiusi. I primi sono caratterizzati da un capitale variabile e quindi dalla continua entrata e uscita dei partecipanti al fondo attraverso la sottoscrizione e il riscatto di quote; i secondi sono invece caratterizzati da un capitale fisso e quindi da un limite massimo di quote di partecipazione al fondo sottoscrivibili dai risparmiatori, raggiunto il quale la sottoscrizione si chiude.
- In base alle nuove disposizioni normative la distinzione tra fondi aperti e chiusi è fondata sull'oggetto dell'investimento. Il patrimonio dei fondi può essere infatti investito in una pluralità di beni (individuati dal decreto del Ministro del Tesoro 24 maggio 1999, n. 228):

- strumenti finanziari quotati
 - strumenti finanziari non quotati
 - depositi bancari in denaro
 - beni immobili e diritti reali immobiliari
 - crediti e titoli rappresentativi di crediti
 - altri beni per i quali esista un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale
- Devono essere istituiti in forma chiusa i fondi il cui patrimonio è investito, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, in beni immobili e diritti reali immobiliari (fondi immobiliari), in crediti e titoli rappresentativi di crediti, in strumenti finanziari non quotati in misura superiore al 10%.

Fondi aperti: caratteristiche generali

- I fondi aperti sono caratterizzati da un capitale variabile
- Gli investitori possono quindi in qualsiasi momento entrare nel fondo sottoscrivendo nuove quote, o uscirne chiedendo il riscatto delle quote possedute
- L'obiettivo dell'investimento in un quote di un fondo aperto è tendenzialmente quello di conseguire un'adeguata diversificazione del proprio portafoglio con investimenti di entità anche piccola e quello di beneficiare di ridotti costi di gestione.

- Esistono diverse tipologie di fondi, distinti in base al tipo di investimento (fondi monetari, obbligazionari, bilanciati, azionari) e al mercato in cui investono.
- La scelta della tipologia di fondo in cui investire dipende, per l'investitore, da due elementi:
 - il profilo rischio/rendimento;
 - l'orizzonte temporale dell'investimento.
- Comunque, indipendentemente dalla tipologia di fondo, tutti i partecipanti hanno i medesimi diritti: i loro guadagni – o le loro perdite, visto che il fondo non garantisce un rendimento certo – sono proporzionali all'importo investito.

- Il valore della partecipazione unitaria al fondo si modifica nel tempo, in relazione all'andamento dei mercati e dei titoli in cui il fondo investe. La variazione del valore della quota in un determinato periodo si definisce performance del fondo.
- Esistono due modalità di trattamento dei profitti conseguiti dal fondo:
 - nei fondi a distribuzione (a ripartizione) dei proventi, le plusvalenze realizzate dal fondo sono periodicamente (di solito semestralmente o annualmente) distribuite ai partecipanti;
 - nei fondi ad accumulazione dei proventi, i guadagni restano all'interno del fondo e il partecipante li realizza al momento della vendita delle quote.

I fondi aperti nell'ordinamento italiano

- I fondi aperti sono stati introdotti nell'ordinamento italiano con la legge n. 77/1983, modificata dal d.lgs. n. 83/1992 e infine dal Tuif.
- Oltre ai fondi comuni di diritto italiano, vi sono:
 - fondi lussemburghesi storici, istituiti da società con sede in Lussemburgo e definiti “storici” perché prima della legge n. 77/83 potevano essere sottoscritti esclusivamente i fondi di società con sede in Lussemburgo e autorizzati in Italia; questi fondi sono sostanzialmente uguali a quelli italiani;

- fondi esteri armonizzati, cioè rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie in materia di OICVM, che possono essere commercializzati nel territorio dell'Unione Europea in regime di mutuo riconoscimento; l'offerta di questi fondi in Italia deve essere preceduta da una comunicazione alla Banca d'Italia e alla Consob (a cui sono allegati vari documenti) e può iniziare decorsi due mesi dalla comunicazione;
- fondi esteri non armonizzati, la cui offerta in Italia deve essere autorizzata dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, a condizione che i relativi schemi di funzionamento siano compatibili con quelli previsti per gli organismi italiani.

- Il fondo comune di diritto italiano viene costituito da una Sgr, con delibera dell'assemblea ordinaria che contestualmente approva il regolamento del fondo.
- La Sgr può gestire direttamente il fondo oppure limitarsi alla promozione del fondo e affidarne la gestione ad un'altra Sgr, nel quadro di criteri di allocazione del risparmio da essa definiti di tempo in tempo.
- La custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide del fondo è affidata alla banca depositaria
- Nell'esercizio delle rispettive funzioni, la società promotrice, il gestore e la banca depositaria agiscono in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo.

Attività d'investimento

Oggetto dell'investimento

- I fondi aperti possono investire il proprio patrimonio in:
 - strumenti finanziari quotati;
 - strumenti finanziari non quotati, in misura massima pari al 10% del totale della attività del fondo;
 - quote di Oicr armonizzati, a condizione che la composizione del portafoglio degli Oicr acquistati risultante dal loro regolamento sia compatibile con la politica d'investimento del fondo acquirente;
 - depositi bancari che non abbiano vincoli di durata superiori a 12 mesi e per il 50% siano rimborsabili a vista o con preavviso inferiore a 15 giorni.

Divieti di carattere generale

- Nella gestione del fondo aperto non è consentito:
 - concedere prestiti o garanzie;
 - vendere allo scoperto strumenti finanziari;
 - investire in strumenti finanziari emessi dalla Sgr;
 - acquistare metalli o pietre preziosi o certificati rappresentativi di essi
- Il patrimonio del fondo non può essere investito in beni direttamente o indirettamente ceduti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della Sgr o di società del gruppo.

Limiti alla concentrazione dei rischi

- Il fondo non può investire in strumenti finanziari emessi dallo stesso emittente o in parti di uno stesso Oicr per un valore superiore al 5% del totale delle attività (limite elevato al 15% per strumenti quotati, al 35% e fino al 100% per titoli di stato OCSE, al 10% per quote di Oicr armonizzati e fino al 20% se è oggetto esclusivo).
- Gli investimenti complessivi in strumenti finanziari di più emittenti del medesimo gruppo non possono eccedere il 30% del totale delle attività del fondo (15% se è il gruppo della Sgr) ad eccezione dell'investimento in quote di Oicr armonizzati. Il limite non si applica se la politica di investimento del fondo prevede la replica di un indice di borsa di comune utilizzo (*index fund*).

- Il patrimonio di un fondo non può essere investito in misura superiore al 20% in depositi presso un'unica banca. Il limite è ridotto al 10% per depositi presso la banca depositaria (ai fini del rispetto del limite non si tiene conto della liquidità detenuta presso la banca depositaria per esigenze di tesoreria).
- In ogni caso i depositi presso banche di uno stesso gruppo non possono eccedere il 30% delle attività del fondo.
- Se il fondo detiene strumenti finanziari emessi da una banca presso cui ha effettuato depositi, il valore di questi strumenti va sommato ai depositi per verificare il rispetto del limite.

L'operatività in derivati

- L'investimento in strumenti derivati è consentito a condizione che il regolamento del fondo ne definisca i criteri di utilizzo e le finalità perseguite e che tale investimento non alteri il profilo di rischio indicato tra gli obiettivi del fondo nel regolamento.
- Non sono comunque consentite operazioni in derivati equivalenti alle vendite allo scoperto.
- I warrant e i diritti d'opzione connessi ad operazioni sul capitale delle società emittenti non si considerano strumenti derivati e il loro valore va ad incrementare la posizione nel titolo a cui danno diritto.

- La Banca d'Italia ha da un lato definito le operazioni ammesse dall'altro fissato un limite agli impegni che il fondo può assumere, i quali non possono eccedere il valore complessivo netto del fondo.
- I fondi che, in base alle previsioni regolamentari, sono orientati all'investimento in strumenti derivati, devono prevedere sottoscrizioni minime non inferiori a 50.000 euro. Questi fondi operano comunque nel rispetto dei limiti definiti dalla Banca d'Italia.
- Gli *hedge funds*, che possono investire in strumenti derivati anche assumendo impegni eccedenti il patrimonio disponibile, utilizzando l'indebitamento, rientrano tra i fondi speculativi: devono avere al massimo 100 partecipanti, prevedere una sottoscrizione minima di almeno un milione di euro e non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento.

Altre regole prudenziali

- Una Sgr non può detenere, attraverso l'insieme dei fondi aperti (e dei patrimoni di Sicav) gestiti, più del 10% del capitale con diritto di voto di una società quotata né più del 20% del capitale con diritto di voto di una società non quotata, e in ogni caso non può esercitare il controllo di una società.
- In caso di operazioni di collocamento di strumenti finanziari operate da società del gruppo di appartenenza della Sgr, quest'ultima non può acquistare strumenti finanziari in misura complessivamente superiore al 60% dell'ammontare dell'impegno di collocamento assunto da ciascuna società in questione.

- Nell'attuazione della politica d'investimento dei fondi le Sgr devono porre particolare attenzione nell'eventuale acquisizione di posizioni in titoli strutturati, cioè il cui rimborso o la cui remunerazione dipendono in tutto o in parte (anche con meccanismi che equivalgono all'assunzione di posizioni in derivati) dal valore di un sottostante. Per l'eventuale "componente derivata" incorporata nei titoli si applicano le relative disposizioni.
- Nell'esercizio dell'attività, la Sgr – entro il limite massimo del 10% del patrimonio del fondo – può assumere prestiti finalizzati a fronteggiare, in relazione a esigenze di investimento o disinvestimento dei beni del fondo, sfasamenti temporanei nella gestione della tesoreria. La durata dei prestiti deve essere correlata alla finalità dell'indebitamento e non superiore a 6 mesi.

Il regolamento del fondo

- Il regolamento del fondo, che deve essere approvato dalla Banca d'Italia, è un documento articolato che definisce le caratteristiche del fondo e ne disciplina il funzionamento. Esso deve indicare:
 - la denominazione e la durata del fondo;
 - le modalità di partecipazione al fondo;
 - gli organi competenti per gli investimenti;
 - il tipo di beni in cui può essere investito il fondo;
 - i criteri per la determinazione dei proventi e le eventuali modalità di ripartizione e distribuzione dei proventi;

- le spese a carico del fondo e quelle a carico della Sgr;
 - la misura o i criteri di determinazione delle provvigioni spettanti alla Sgr e degli oneri a carico dei partecipanti;
 - le modalità di pubblicità del valore delle quote.
- I criteri generali per la redazione del regolamento e il contenuto minimo del documento sono definiti dalla Banca d'Italia, che ne verifica il rispetto nell'ambito della procedure di approvazione.

Il prospetto informativo

- Se il fondo viene offerto al pubblico (e quindi non è riservato a particolari categorie di investitori), si configura una sollecitazione all'investimento e occorre quindi dare preventiva comunicazione alla Consob allegando il prospetto informativo destinato alla pubblicazione.
- Il prospetto informativo, da redigere secondo il modello stabilito dalla Consob, deve contenere le informazioni necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio.

- La pubblicazione del prospetto, che deve essere autorizzata dalla Consob, consiste, nel caso dei fondi, nel deposito di una copia del prospetto presso l'archivio prospetti della Consob e nel deposito di altre copie, da mettere a disposizione di chi ne faccia richiesta, presso i soggetti incaricati del collocamento.
- Una copia del prospetto informativo deve essere consegnata all'investitore prima del perfezionamento dell'operazione di sottoscrizione di quote del fondo, unitamente al modulo di sottoscrizione.
- Anche il modulo di sottoscrizione è redatto secondo il modello stabilito dalla Consob.

- Ogni variazione delle informazioni contenute nel prospetto informativo pubblicato comporta il suo aggiornamento mediante pubblicazione, con le medesime modalità :
 - di un supplemento da allegare al prospetto informativo, in alcuni casi predefiniti;
 - della parte del prospetto modificata, negli altri casi.
- Alcuni cambiamenti, come le modifiche relative all'identità del gestore o alle caratteristiche essenziali del fondo e l'aumento delle spese applicabili ai partecipanti in misura superiore al 20% devono essere comunque comunicate tempestivamente ai singoli partecipanti.

Le modalità di partecipazione

- I soggetti interessati a partecipare ad un fondo aperto possono sottoscrivere le quote del fondo, o le quote di un comparto del fondo se questo è suddiviso in comparti, mediante versamento di un importo corrispondente al valore delle quote di partecipazione.
- E' generalmente prevista, oltre alla possibilità di versamento in un'unica soluzione (che non può essere di ammontare inferiore al minimo richiesto nel regolamento, di solito circa 1 milione di lire), quella di sottoscrizione con piano di accumulo (PAC), che consente di costituire un capitale gradualmente nel tempo impiegando immediatamente la liquidità disponibile non destinata al consumo immediato.

- Con il piano di accumulo, il sottoscrittore entra nel fondo con un capitale iniziale anche molto basso (in genere a partire da 50 euro) e incrementa i suoi investimenti con versamenti periodici (di solito addebitati automaticamente sul conto corrente) effettuati per un periodo variabile tra 5 e 10 anni.
- Un'altra possibilità è quella del cosiddetto “conto fondo”, che consiste in un collegamento diretto tra il conto corrente e fondi comuni d'investimento. Il cliente definisce tre livelli di liquidità (massima, media e minima) per il conto corrente: nel caso in cui il saldo sia inferiore alla giacenza minima o superiore a quella massima viene automaticamente attivato l'investimento o il disinvestimento dal fondo collegato, in modo da ripristinare il livello di giacenza media desiderata.

- I partecipanti al fondo hanno diritto di richiedere in ogni momento il rimborso totale o parziale delle quote in loro possesso. Il pagamento deve essere effettuato, per legge, entro un limite massimo di 15 giorni lavorativi.
- Un particolare sistema di disinvestimento è il piano di rimborso programmato, che consente al partecipante di richiedere con una frequenza a scelta tra quelle indicate nel regolamento (mensile, trimestrale, ecc.) il rimborso periodico delle quote in suo possesso. Ad esempio si può decidere di disinvestire un ammontare di capitale costante, un numero di quote fisso, una percentuale del controvalore delle quote detenute. In ogni momento si può comunque decidere di interrompere i rimborsi o variarne la periodicità o l'entità.

- La possibilità di passare da un fondo ad un altro della stessa Sgr o da un comparto all'altro del medesimo fondo – cosiddetto *switch* – è di solito soggetto a facilitazioni per la clientela; spesso sono infatti previste commissioni inferiori (e in alcuni casi neanche quelle) rispetto ad una normale sottoscrizione o rimborsi spese contenuti.
- Le maggiori Sgr tendono a raggruppare in famiglie i propri fondi che hanno caratteristiche analoghe e prevedono, all'interno di queste, la possibilità per il cliente di muoversi senza oneri aggiuntivi.

Gli oneri dell'investimento in fondi

- Le spese che il partecipante deve sostenere per l'investimento in fondi (che devono essere indicate nel regolamento) sono di due tipi: quelle pagate direttamente dal partecipante e quelle pagate indirettamente in quanto prelevate dal patrimonio del fondo.
- Le spese pagate direttamente dal partecipante sono tipicamente:
 - le commissioni di ingresso, corrisposte al momento dell'investimento nel fondo; sono generalmente indicate in forma percentuale e la loro misura può variare in base alla dimensione del capitale investito (meccanismo a scaglioni) e alla tipologia del fondo;

- le commissioni di *switch*, pagate per il passaggio da un fondo ad un altro gestito dalla medesima Sgr; peraltro è spesso previsto un numero di operazioni di *switch* gratuite per anno e quindi il partecipante pagherà le commissioni solo per i passaggi in eccesso;
- le commissioni di uscita, pagate quando si richiede il rimborso delle quote del fondo; di solito sono percentualmente decrescenti al crescere del tempo di permanenza nel fondo e spesso sono alternative a quelle di ingresso.
- Possono inoltre essere previsti diritti fissi nonché il rimborso delle spese vive sostenute dalla Sgr, anche non connesse alle fasi di entrata e uscita dal fondo (ad esempio i costi di emissione e spedizione dei certificati).

- Tra le spese prelevate dal patrimonio del fondo vi sono:
 - il compenso da riconoscere alla banca depositaria;
 - le commissioni di gestione, espresse nella maggior parte dei casi su base percentuale annua; sono più alte per i fondi di tipo azionario e per quelli che investono su mercati esteri;
 - le commissioni di performance, che si aggiungono talvolta alle commissioni di gestione e sono collegate alla *performance* del fondo; di norma si applicano se i risultati conseguiti in un dato periodo sono superiori ad un certo indice di confronto (*benchmark*).
- Sono ovviamente addebitate al fondo anche le spese di pubblicazione del valore delle quote, i costi di stampa dei documenti per il pubblico, le spese di revisione della contabilità e dei rendiconti, i costi di intermediazione per la compravendita dei titoli, ecc.

La classificazione dei fondi

- Assogestioni, associazione di categoria delle Sgr, ha elaborato una classificazione dei fondi catalogandoli per classi omogenee, sulla base della composizione del portafoglio.
- La classificazione si articola in cinque classi primarie:
 - Fondi azionari
 - Fondi bilanciati
 - Fondi obbligazionari – obbligazionari misti
 - Fondi di liquidità
 - Fondi flessibili

- Ogni classe si contraddistingue per la percentuale minima e massima di investimento in azioni:
 - fondi di liquidità e fondi obbligazionari: 0%;
 - fondi obbligazionari misti: 0% - 20%;
 - fondi bilanciati: 10% - 90%;
 - fondi azionari: almeno il 70%
 - fondi flessibili: 0% - 100% (non hanno vincoli)
- Ogni classe primaria si suddivide in categorie, definite sulla base del fattore di rischio che le caratterizza, ad eccezione della classe dei fondi flessibili che non è suddivisa in categorie di specializzazione.

- Per i fondi azionari i fattori di rischio sono il mercato di quotazione, il mercato dell'emittente, la specializzazione settoriale. Le categorie prendono nome dall'investimento principale ($> 70\%$ del patrimonio):
 - Italia: azioni di emittenti italiani
 - Area euro: azioni di emittenti di area euro
 - Europa: azioni di emittenti europei
 - America: azioni di emittenti americani
 - Pacifico: azioni di emittenti dell'Estremo Oriente
 - Paesi emergenti: azioni di emittenti dei paesi considerati economicamente emergenti
 - Internazionali tutti i settori: azioni di emittenti di qualunque area, senza vincoli di specializzazione settoriale
 - Internazionali nuove tecnologie e telecomunicazioni: azioni di emittenti di qualunque area specializzati nei settori telecomunicazioni, hi-tech, biotecnologie
 - Altre specializzazioni: azioni che rispondono a criteri di specializzazione definiti discrezionalmente nel regolamento

- Per i fondi bilanciati il fattore di rischio è dato dal peso della componente azionaria:
 - Bilanciati azionari: azioni in portafoglio tra il 50% e il 90%
 - Bilanciati: azioni in portafoglio tra il 30% e il 70%
 - Bilanciati obbligazionari: azioni in portafoglio tra il 10% e il 50%
- Per i fondi obbligazionari il fattore di rischio è dato dalla valuta di denominazione e dalla duration del portafoglio:
 - Area euro breve termine: 100% in liquidità e titoli obbligazionari denominati in euro con duration inferiore a due anni
 - Area euro medio-lungo termine: 100% in liquidità e titoli obbligazionari denominati in euro con duration superiore a due anni
 - Area Europa: 100% in liquidità e titoli obbligazionari nella valuta del mercato di definizione

- Area dollaro: 90% in liquidità e titoli obbligazionari denominati in dollari (Usa, Canada, Australia, Nuova Zelanda)
 - Area yen: 90% in liquidità e titoli obbligazionari denominati in yen
 - Paesi emergenti: 70% in liquidità e titoli obbligazionari denominati nella valuta del mercato di definizione; rischio di cambio coperto in euro da 0% a 100%
 - Internazionali: liquidità e titoli obbligazionari senza alcun vincolo valutario né temporale
 - Altre specializzazioni: liquidità e titoli obbligazionari secondo criteri di specializzazione
- Per i fondi obbligazionari misti la liquidità e i titoli obbligazionari, in qualunque valuta, rappresentano almeno l'80% del patrimonio e le azioni al massimo il 20%.

- Per i fondi di liquidità il fattore di rischio è dato dalla valuta di denominazione, dal merito di credito dell'emittente e dalla duration del portafoglio. Essi sono investiti al 100% in liquidità e strumenti del mercato monetario denominati nella valuta del mercato di definizione, con una duration massima di 6 mesi e limite minimo del merito di credito dell'emittente pari ad A. Non è prevista alcuna copertura del rischio di cambio.
- Sono state attualmente istituite tre categorie, area euro, area dollaro e area yen, ma solo la prima di esse è stata attivata.
- La classe dei fondi flessibili non è divisa in categorie essendo possibile investire senza restrizioni: non solo la scelta dei titoli ma anche il loro peso relativo all'interno del portafoglio è affidato totalmente al gestore.

Fondi chiusi: principali caratteristiche

- I fondi chiusi si distinguono da quelli aperti per il fatto che il numero di quote in cui è suddiviso il patrimonio del fondo viene fissato al momento della sua istituzione e non si modifica nel corso del tempo, infatti:
 - ultimata la sottoscrizione delle quote non è possibile effettuare ulteriori emissioni;
 - non è consentito il riscatto delle quote detenute prima della scadenza (o di una data predeterminata) di solito fissata dopo un intervallo di tempo medio-lungo.

- Diretta conseguenza è che, a meno che le quote del fondo non siano negoziate su un mercato organizzato, un partecipante che desideri disinvestire senza attendere la scadenza non potrà che cercare un altro soggetto disponibile ad acquistare le sue quote e un investitore che desideri entrare nel fondo successivamente all'istituzione dello stesso dovrà acquistare la quota da un partecipante desideroso di disinvestire.
- Il prezzo a cui sono scambiate le quote di fondi chiusi, sia in un mercato regolamentato sia in transazioni private tra due soggetti, non necessariamente coincide con il valore unitario delle quote (NAV), rispetto al quale può presentare un premio o uno sconto in funzione della domanda e dell'offerta di quote.

- Il fondo chiuso è quindi uno strumento di investimento a medio-lungo termine e non una modalità di impiego di risorse finanziarie con obiettivi di rendimento immediati: la logica dei partecipanti è quella di rinunciare all'immediata liquidabilità del loro investimento nella prospettiva di ottenere un rendimento particolarmente elevato.
- Il gestore del fondo chiuso dispone di un patrimonio predeterminato e stabile che gli consente di trascurare obiettivi di performance di breve periodo e di definire le strategie di investimento senza correre il rischio di doverle modificare dopo breve tempo pregiudicando la redditività degli investimenti effettuati.

- Le richiamate circostanze rendono il fondo chiuso particolarmente adatto per far affluire risorse finanziarie – prevalentemente mediante l’acquisto di partecipazioni al capitale – ad imprese di piccole e medie dimensioni, non quotate, che necessitano di capitale di rischio e non hanno capacità di accesso diretto al mercato e che per tecnologia e caratteristiche competitive hanno promettenti prospettive di crescita e quindi di incremento di valore del proprio capitale economico.
- Entro la scadenza il fondo liquiderà le partecipazioni e realizzerà le plusvalenze derivanti dalla crescita di valore.
- L’investimento in quote di fondi chiusi ha quindi un orizzonte di medio-lungo termine, è generalmente illiquido e con un profilo di rischio/rendimento elevato.

- A differenza dell'investimento in fondi aperti, inoltre, la sottoscrizione di quote di un fondo chiuso avviene nel momento di avvio del fondo. In questa fase ovviamente il fondo non ha compiuto ancora nessuna operazione e quindi il sottoscrittore non può concretamente osservare le politiche di investimento attuate ma deve affidarsi alle dichiarazioni di intenti dei promotori.
- Si noti che sotto il profilo giuridico il fondo può essere sia un patrimonio autonomo suddiviso in quote di pertinenza dei partecipanti e privo di personalità giuridica gestito da una società di gestione (schema di tipo contrattuale, come quello previsto dall'ordinamento italiano) sia una vera e propria società gestita da un gruppo di promotori con l'obiettivo esclusivo di raccogliere risorse da investire (schema di tipo statutario, molto usato all'estero).

La funzione economica

- Gli investitori in una logica di diversificazione di portafoglio possono ritenere interessante l'investimento in azioni di piccole e medie imprese non quotate, con profilo di rischio-rendimento elevato.
- Per le imprese di questo tipo può essere determinante ottenere capitale di rischio per supportare programmi di sviluppo che difficilmente potrebbero essere finanziati con i flussi di cassa generati dall'impresa e con i capitali familiari, spesso insufficienti, o mediante indebitamento bancario, poco adatto perché tendenzialmente impone una stringente rigidità temporale dei flussi di cassa in uscita.

- Tra i due soggetti occorre un intermediario specializzato.
- Per quanto riguarda gli investitori, l'investimento in imprese medio-piccole e non quotate richiede, per una corretta valutazione del rischio, molte informazioni che non sono agevoli da ottenere perché, almeno in parte, note solo al management dell'impresa. Il fondo chiuso offre il vantaggio di essere gestito da soggetti con competenze specialistiche supportati da analisti esperti nel raccogliere informazioni e nell'elaborarle per valutare le effettive prospettive di crescita. Inoltre, essendo spesso coinvolto nella gestione delle imprese finanziate può verificare l'andamento dell'attività rispetto alle attese.

- Per quanto riguarda le imprese, l'intervento di un fondo chiuso consente di attrarre più facilmente risorse finanziarie esterne a titolo di capitale di rischio al di fuori dell'ambito del patrimonio familiare, delle conoscenze personali o di eventuali terzi in rapporti d'affari (funzione di certificazione, che dipende dalla reputazione dei promotori del fondo e dalle performance passate).
- Inoltre il fondo chiuso può fornire un importante contributo al management delle società partecipate, da un lato supportandolo nelle scelte strategiche e nella definizione dei piani aziendali, dall'altro creandogli possibilità di contatto con altri operatori economici.

Rilevanza dello smobilizzo degli investimenti

- La natura stessa del fondo chiuso rende il momento dello smobilizzo delle partecipazioni una fase molto importante poiché concorre in modo decisivo a determinare le performance del fondo.
- Di conseguenza sin dal momento dell'acquisizione della partecipazione il gestore del fondo chiuso ipotizza le possibilità di disinvestimento (cosiddette *way-out*) e i tempi entro cui concludere l'operazione.
- Una prima modalità di *way-out* è la cessione agli investitori di borsa, spesso mediante un'offerta pubblica.

- Occorre tener presente che la quotazione in borsa è di regola una modalità di disinvestimento perseguibile soltanto per imprese che abbiano raggiunto un certo livello di sviluppo e una sufficiente maturità.
- Infatti, se da un lato la quotazione è fonte di prestigio e consente di raccogliere più agevolmente nuovi mezzi finanziari, dall'altro essa comporta oneri elevati e quindi per imprese al di sotto di certe dimensioni può essere una scelta inopportuna.
- Inoltre sul mercato principale i titoli emessi da imprese medio-piccole hanno di solito poche possibilità di attrarre l'interesse degli investitori poiché sono titoli poco liquidi.

- In linea di principio più adatta alle caratteristiche delle piccole e medie imprese e al soddisfacimento delle loro esigenze è la quotazione su un mercato ad esse dedicato. La presenza di un mercato di questo tipo efficiente può contribuire in modo importante allo sviluppo dei fondi chiusi.
- Una modalità di disinvestimento alternativa è rappresentata dalla vendita della partecipazione, a trattativa privata:
 - ad un nuovo azionista industriale
 - ad un partner finanziario o ad un altro fondo
 - all'imprenditore azionista di maggioranza
 - ai manager

I fondi chiusi nel mercato italiano

- Il mercato italiano è stato considerato, almeno in linea di principio, un contesto ideale per lo sviluppo dei fondi chiusi, soprattutto per la struttura del sistema produttivo caratterizzata da un grande numero di imprese di medie dimensioni, prevalentemente a controllo familiare e spesso aventi una struttura finanziaria con un'incidenza particolarmente elevata del capitale di debito.
- L'introduzione di questi OICR, avvenuta con la legge n. 344/1993, era da lungo tempo attesa e auspicata. Nonostante ciò, essi hanno finora avuto un rilievo modesto nel finanziamento delle imprese.

- La costituzione e gestione dei fondi chiusi è attualmente disciplinata, nel nostro ordinamento, dal Tuif e dai suoi regolamenti attuativi.
- L'istituzione del fondo avviene da parte di una Sgr (che può gestire anche fondi aperti, e quindi non deve necessariamente essere specializzata) che approva il regolamento del fondo, soggetto poi ad approvazione da parte della Banca d'Italia.
- A meno che il fondo non sia riservato ad investitori qualificati, la Sgr deve obbligatoriamente sottoscrivere almeno il 2% del patrimonio di ciascun fondo chiuso gestito. Nel caso in cui la gestione e la promozione del fondo siano svolte da due Sgr diverse, ciascuna dovrà sottoscrivere almeno l'1% del patrimonio del fondo.

Attività d'investimento

Oggetto dell'investimento

- I fondi chiusi possono investire il proprio patrimonio in:
 - strumenti finanziari non quotati;
 - (beni immobili e diritti reali immobiliari;)
 - crediti e titoli rappresentativi di crediti;
 - altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale;
 - depositi bancari;
 - strumenti finanziari quotati.

Divieti di carattere generale

- Nella gestione del fondo aperto non è consentito:
 - concedere prestiti o garanzie;
 - vendere allo scoperto strumenti finanziari;
 - investire in strumenti finanziari emessi dalla Sgr;
 - investire in strumenti finanziari non quotati emessi da società del gruppo della Sgr
- Il patrimonio del fondo non può essere investito in beni direttamente o indirettamente ceduti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della Sgr o di società del gruppo.

Limiti alla concentrazione dei rischi

- Il fondo non può essere investito in strumenti finanziari non quotati emessi dallo stesso emittente per un valore superiore al 20% del totale delle attività. Per gli strumenti quotati e le quote di Oicr valgono i limiti definiti per i fondi aperti.
- Gli investimenti complessivi in strumenti finanziari di più emittenti del medesimo gruppo non possono eccedere il 30% del totale delle attività del fondo (20% se è il gruppo della Sgr).

- Il patrimonio di un fondo non può essere investito in misura superiore al 20% in depositi presso un'unica banca. Il limite è ridotto al 10% per depositi presso la banca depositaria (ai fini del rispetto del limite non si tiene conto della liquidità detenuta presso la banca depositaria per esigenze di tesoreria).
- In ogni caso i depositi presso banche di uno stesso gruppo non possono eccedere il 30% delle attività del fondo.
- Se il fondo detiene strumenti finanziari emessi da una banca presso cui ha effettuato depositi, il valore di questi strumenti va sommato ai depositi per verificare il rispetto del limite.

Altre regole prudenziali

- Una Sgr non può detenere, attraverso l'insieme dei fondi chiusi gestiti, più del 10% del capitale con diritto di voto di una società è quotata e in ogni caso non può esercitare il controllo di una società quotata. Nessun limite alla detenzione di diritti di voto è previsto per le partecipazioni in società non quotate.
- Nella gestione di fondi chiusi le Sgr possono assumere prestiti esclusivamente per fronteggiare sfasamenti temporanei nella gestione di tesoreria, al fine di regolare pagamenti connessi con le spese ordinariamente a carico del fondo (compenso della banca depositaria, oneri inerenti all'acquisizione e alla dismissione delle attività del fondo, oneri connessi all'eventuale quotazione dei certificati rappresentativi delle quote, ecc.).

- L'ammontare dei prestiti non può comunque eccedere il 10% del patrimonio del fondo e la loro durata, che deve essere correlata alla finalità dell'indebitamento, non può comunque essere superiore a 6 mesi.
- Per quanto attiene all'investimento in titoli strutturati e alle operazioni di collocamento effettuate da società appartenenti al gruppo della Sgr si applicano le medesime disposizioni dettate per i fondi aperti.
- Il superamento dei limiti all'investimento è consentito in alcuni specifici casi, e in particolare:
 - a seguito di ammissione a quotazione di strumenti finanziari in portafoglio, che risultino acquistati prima che la società emittente abbia deliberato la relativa richiesta;

- in conseguenza di riduzioni del patrimonio rivenienti da rimborsi parziali delle quote realizzati nell'interesse dei sottoscrittori.
- In entrambi i casi la Sgr provvede a riportare l'investimento nei limiti previsti in un congruo lasso temporale, tenendo conto dell'interesse dei partecipanti.

Partecipazione al fondo

- I soggetti interessati a partecipare a un fondo chiuso possono sottoscrivere le quote del fondo – o le quote di un comparto se il fondo è suddiviso in comparti – mediante versamento di un importo corrispondente al valore delle quote di partecipazione.
- Il patrimonio del fondo deve essere raccolto mediante un'unica emissione di quote, di eguale valore unitario, che devono essere sottoscritte entro il termine di 18 mesi dalla data di pubblicazione del prospetto informativo o, nel caso in cui le quote non siano offerte al pubblico, dalla data di approvazione del regolamento del fondo da parte della Banca d'Italia.

- Se le quote non sono sottoscritte integralmente ma comunque in numero superiore al minimo indicato nel regolamento del fondo, la Sgr può procedere al ridimensionamento del fondo, dando apposita comunicazione alla Banca d'Italia, o lasciar cadere l'iniziativa, librandosi dagli impegni assunti i soggetti che hanno sottoscritto le quote.
- Se il fondo è sottoscritto in misura superiore all'offerta, la Sgr può aumentare il patrimonio del fondo, fino all'importo massimo indicato nel regolamento, dando apposita comunicazione alla Banca d'Italia

- I versamenti relativi alle quote sottoscritte devono avvenire entro il termine stabilito dal regolamento del fondo. Nel caso di fondi riservati ad investitori qualificati si può prevedere che i versamenti vengano effettuati in più soluzioni, a seguito di impegno dei sottoscrittori ad effettuare i versamenti a richiesta della Sgr in base alle esigenze di investimento del fondo.
- Se l'ammontare minimo della singola sottoscrizione è inferiore a 25.000 euro le quote del fondo devono essere oggetto di quotazione su un mercato regolamentato; la relativa richiesta di ammissione deve essere presentata dalla Sgr entro 12 mesi dalla chiusura dell'offerta.

- Si tratta peraltro di un evento poco probabile poiché l'importo minimo di sottoscrizione per i fondi investiti prevalentemente in strumenti finanziari non quotati, o in crediti o titoli rappresentativi di crediti, o in altri beni per cui ci sia un mercato, è pari a 50.000 euro; l'obbligo di quotazione dovrebbe quindi applicarsi esclusivamente alla categoria dei fondi immobiliari. Peraltro la Sgr può comunque decidere di richiedere l'ammissione alla quotazione dei certificati rappresentativi delle quote del fondo.
- Si noti la differenza con le previgenti disposizioni, che imponevano l'obbligo di quotazione per le quote del fondo entro 3 anni dalla chiusura delle sottoscrizioni, a meno che il fondo fosse riservato a investitori istituzionali.

- La durata del fondo viene indicata nel regolamento; essa non può comunque essere superiore a 30 anni.
- Il regolamento deve anche illustrare la politica d'investimento del fondo, evidenziando se essa è rivolta ad imprese caratterizzate da un particolare stadio di sviluppo aziendale, se è orientata verso industrie o settori economici particolari, innovativi o maturi, di particolari aree geografiche eventualmente oltre i confini nazionali.
- Il documento deve poi indicare i presidi che, tenuto conto delle caratteristiche degli investimenti previsti, la Sgr intende adottare in termini di controllo e intervento nella gestione delle società partecipate e di modalità di tutela dell'investimento, anche per preservarne le aspettative di smobilizzo.

- Le commissioni di sottoscrizione e le commissioni di collocamento, ove previste, sono corrisposte direttamente dal partecipante all'atto della sottoscrizione. La commissione di gestione per la Sgr, il compenso della banca depositaria, le altre spese inerenti al fondo vengono prelevate dal patrimonio del fondo. Il regolamento deve indicare dettagliatamente le voci che compongono le due categorie di spese.
- I proventi derivanti dalla gestione del fondo, ove previsto nel regolamento, possono essere periodicamente distribuiti ai partecipanti; deve ovviamente trattarsi di utili effettivamente conseguiti e risultanti da un rendiconto approvato. Tali utili comprendono interessi, dividendi, utili da realizzo al netto di tutti i costi a carico del fondo.

- Il rimborso delle quote avviene alla scadenza del fondo, che viene quindi liquidato. Può peraltro essere prevista nel regolamento la possibilità di procedere a rimborsi parziali pro-quota a fronte di disinvestimenti.
- Alla scadenza del fondo la Sgr, se lo ha previsto nel regolamento, può richiedere alla Banca d'Italia un periodo di grazia, non superiore a 3 anni, per completare lo smobilizzo degli investimenti.
- Il regolamento deve definire i criteri di ripartizione del risultato netto della gestione del fondo tra i partecipanti e la Sgr, che si applica sia per il rimborso finale sia per gli eventuali rimborsi parziali pro-quota.

- La Sgr può prevedere che, in caso di superamento di un risultato minimo prefissato, essa possa beneficiare di una partecipazione al risultato di gestione maggiorata (si tratta in sostanza di una commissione di performance).
- In questo caso il risultato di gestione, calcolato confrontando l'ammontare del fondo inizialmente sottoscritto e versato e l'ammontare dell'attivo netto liquidato (maggiorato di eventuali distribuzioni o rimborsi effettuati nel corso della vita del fondo), viene prioritariamente attribuito ai partecipanti in misura pari al risultato minimo prefissato, e l'eccedenza viene ripartita tra la Sgr e i partecipanti secondo i criteri stabiliti nel regolamento.
- La Sgr potrà riservarsi una percentuale fino al 20% della parte di risultato di gestione eccedente il risultato minimo prefissato.

Fondi immobiliari

- I fondi immobiliari, che investono il loro patrimonio in immobili e in diritti reali immobiliari, devono essere costituiti in forma chiusa.
- La sottoscrizione di quote di un fondo immobiliare consente all'investitore di inserire una componente di “immobili” nel proprio portafoglio, beneficiando, rispetto alla proprietà diretta, di:
 - maggiore diversificazione a parità di ammontare investito;
 - maggiore liquidità;
 - costi di transazione più contenuti;
 - una gestione professionale.

- Il problema fondamentale dei fondi immobiliari è la valutazione dei beni posseduti, dato che non esiste per gli immobili un prezzo desumibile da listini ufficiali.
- Ciascun immobile è valutato singolarmente e al valore corrente, intendendo con ciò il valore a cui potrebbe essere ragionevolmente ceduto alla data in cui è avvenuta la valutazione, supponendo che la vendita avvenga a condizioni normali.
- Per la valutazione degli immobili e dei diritti reali immobiliari in cui è investito il patrimonio del fondo nonché delle partecipazioni in società immobiliari non quotate detenute dal fondo la Sgr deve avvalersi di periti indipendenti che redigono una relazione di stima.

Particolari categorie di fondi

- Possono essere istituiti fondi, sia aperti sia chiusi, la cui partecipazione è riservata ad investitori qualificati, specificando le categorie di soggetti cui il fondo è riservato.
- Sono considerati investitori qualificati:
 - imprese di investimento;
 - banche;
 - agenti di cambio;
 - Sgr;
 - Sicav;
 - fondi pensione;
 - imprese di assicurazione;
 - società finanziarie capogruppo di gruppi bancari;

- soggetti iscritti negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del Tub;
 - soggetti esteri appartenenti ad una delle menzionate categorie;
 - fondazioni bancarie;
 - persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in materia di strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente.
- Per i fondi riservati possono essere fissati nel regolamento limiti agli investimenti anche diversi rispetto a quelli stabiliti in via generale dalle norme di contenimento e frazionamento dei rischi emanate dalla Banca d'Italia ma devono comunque essere rispettati i divieti di carattere generale.

- La particolare natura del fondo dovrà essere indicata nel regolamento, così come la politica d'investimento e i limiti posti all'attività d'investimento.
- Possono inoltre essere istituiti fondi speculativi, sia aperti sia chiusi, il cui patrimonio può essere investito in deroga non solo ai limiti agli investimenti ma anche ai divieti di carattere generale stabiliti dalla Banca d'Italia. Essi:
 - non sono sottoposti a predefiniti vincoli in materia di oggetto dell'investimento;
 - non possono avere più di 100 partecipanti;
 - devono prevedere una sottoscrizione minima iniziale non inferiore a 1 milione di euro;
 - non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento.

- Il regolamento del fondo deve menzionare la rischiosità dell'investimento e la circostanza che esso avviene in tutto o in parte in deroga ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento dei rischi stabiliti dalla Banca d'Italia per i fondi ordinari.
- Il regolamento deve inoltre indicare i beni oggetto dell'investimento e le modalità di partecipazione con riferimento all'adesione dei partecipanti e al rimborso delle quote.
- I fondi speculativi possono essere istituiti e gestiti solo da Sgr che abbiano come oggetto esclusivo l'istituzione o la gestione di questa tipologia di fondi.

Il venture capital

- Il *venture capital* raggruppa i vari operatori che intervengono nel capitale di rischio delle imprese. L'intervento può avvenire nella forma del fondo chiuso o con altre strutture giuridiche.
- Le caratteristiche comuni a tali operatori sono:
 - acquisire partecipazioni significative in un'ottica di medio/lungo termine, finalizzate alla realizzazione di una plusvalenza;
 - realizzare la plusvalenza mediante cessione ad altri operatori, più frequentemente, con la quotazione in borsa della società;
 - agire in tutte le fasi del ciclo di vita dell'impresa, compresa quella di avvio (*start-up financing*) o dell'idea iniziale (*seed financing*).

I fondi pensione

- I fondi pensione sono gli investitori istituzionali che operano nel campo della previdenza: la loro funzione è la raccolta dei contributi dei lavoratori e/o dei datori di lavoro, la loro gestione in forma collettiva e l'erogazione ai beneficiari - al termine della loro vita lavorativa - di una prestazione, che può consistere in una rendita vitalizia o nella corresponsione di un capitale.
- Essi godono di un'elevata prevedibilità dei flussi in entrata e in uscita: non dovendo fronteggiare problemi di liquidità, hanno una politica d'investimento con un orizzonte temporale più lungo degli altri investitori istituzionali.

- Occorre distinguere due tipologie di fondi pensione:

a prestazione definita

promettono un reddito pensionistico predefinito (normalmente una percentuale dell'ultima retribuzione)

Occorre una valutazione periodica, di tipo assicurativo-attuariale, della capacità del fondo di far fronte alle prestazioni. In base all'esito può esservi periodica sospensione dei versamenti o integrazione di essi. E' una gestione di natura "assicurativa"

a contribuzione definita

viene fissato il livello dei contributi e le prestazioni dipendono dal risultato complessivo della gestione delle somme versate

Il fondo non si assume impegni a erogare prestazioni legate a determinati parametri ma si limita a gestire secondo criteri professionali le risorse accumulate. Alla scadenza le risorse ottenute saranno erogate al beneficiario come prestazione pensionistica. E' una gestione di natura "finanziaria"

- Nei fondi a contribuzione definita l'incertezza riguarda il livello delle prestazioni mentre nei fondi a prestazione definita l'incertezza riguarda l'entità dei contributi necessari a costituire le risorse adeguate per garantire le prestazioni predeterminate.
- Dal punto di vista della struttura dei fondi pensione, si distinguono:
 - fondi aziendali o interni: i contributi del datore di lavoro e dei lavoratori non escono dal patrimonio del datore di lavoro, cioè la loro titolarità non viene trasferita ad un terzo soggetto; di solito sono a prestazione definita;
 - fondi esterni: viene formato un patrimonio separato sia da quello del datore di lavoro sia da quello dei lavoratori, trasferito ad un terzo soggetto che assume l'obbligo di erogare le prestazioni.

- I fondi esterni possono essere costituiti in conseguenza di accordi collettivi di lavoro (cosiddetti fondi negoziali o contrattuali o chiusi) oppure costituiti da Sgr in modo analogo ai fondi d'investimento (fondi aperti): nel primo caso la contribuzione è a carico sia del datore di lavoro sia del lavoratore, nel secondo caso è a carico solo del lavoratore.
- Ai fondi pensione chiusi non è comunque consentita la gestione diretta delle somme raccolte; devono ricorrere a gestori esterni (Sgr, banche, assicurazioni, ...) con cui sono perfezionate apposite convenzioni. La gestione dei fondi a prestazioni definite è in ogni caso consentita solo alle compagnie di assicurazione, mentre gli altri intermediari possono gestire solo fondi a contribuzione definita.

Le compagnie di assicurazione

- Le assicurazioni sono un modo per accumulare fondi per uso futuro e quindi assolvono, per le unità in surplus, il ruolo tipico delle attività finanziarie.
- I contratti con le compagnie di assicurazione, in particolare quelli del ramo vita, comportano impegni a lungo termine, costituiti dal pagamento di somme regolari per un certo periodo di tempo, in cambio di un credito ad una certa data futura (normalmente sottoposto a certe condizioni).
- La funzione di intermediazione delle imprese di assicurazione consiste nella trasformazione in investimenti dei premi raccolti.

- Poiché il premio è normalmente fisso, all'inizio del contratto le entrate sono superiori alle uscite per pagamenti agli assicurati, e l'eccedenza può essere investita in attività finanziarie, da utilizzare più avanti nel tempo quando vi sarà la situazione opposta.
- Le passività delle imprese di assicurazione sono legate ad eventi incerti (nel quando, se legati alla vita umana). A differenza della banca, il passivo delle imprese di assicurazione è costituito da *contingent liabilities*, cioè da passività subordinate al verificarsi di un dato evento.