

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

Facoltà di Scienze Statistiche

Corso di Laurea Specialistica di II livello in Scienze Statistiche economiche,
finanziarie e aziendali



TESI DI LAUREA

***IL MARKETING
DEI FONDI COMUNI DI
INVESTIMENTO***

Relatore: Dott.ssa Zillo Monte Xillo Rita

Laureanda: Erika Mastellaro

Anno accademico: 2006 - 2007

Indice

Premessa	1
Sintesi e Conclusioni	5

Introduzione

Il mercato del risparmio in Italia	11
Il risparmio gestito	12
I fondi comuni di investimento	15

Prima parte: Ambiente esterno

1 Il mercato dei fondi di investimento in Italia

1.1 Dimensioni del giro d'affari	20
1.2 Tendenze	23
1.3 Tipologie di fondi, legislazione e costi.	25
1.4 Conclusioni	29

2 Lo scenario competitivo

2.1 Principali aziende operanti nel mercato	33
2.2 Forze competitive in gioco	35
2.3 Il valore della marca	37

3 La distribuzione

3.1	I soggetti incaricati della distribuzione	41
3.2	Intermediari informativi	43
3.3	I conflitti di interesse esistenti	44
3.4	Osservazioni	45
3.5	Conclusioni	47
4	I prodotti sostitutivi	
4.1	Azioni e Obbligazioni.	49
4.2	Titoli di stato.	51
4.3	I fondi pensione.	51
4.4	Altre scelte	53
4.5	Conclusioni	56
5	Segmentazione del mercato	
5.1	I clienti	57
5.2	Il profilo del cliente medio	62
5.3	L'utilizzatore di internet	64
5.4	I potenziali clienti.	69
5.5	Osservazioni	71
5.6	Conclusioni	72

Seconda parte: Un caso aziendale

1 Fineco Bank

1.1	Storia e struttura aziendale.	77
1.2	Competenze e Vision aziendale	78
1.3	Fineco in cifre.	80

2 La strategia e il vantaggio competitivo

2.1	Strategia e posizionamento	82
2.2	Il profilo del cliente	83
2.3	Il valore del Brand.	85
2.4	I concorrenti.	87
2.5	Analisi S.W.O.T..	93

3 Il marketing mix

3.1	I prodotti e i servizi offerti	97
3.2	Il prezzo.	99
3.3	Pubblicità e promozione	100
3.4	La distribuzione	104

4 Osservazioni e conclusioni.105

Allegati

Allegato A:	I fondi comuni di investimento	111
Allegato B:	Tabelle	153
Allegato C:	Questionario e risultati	192

Riferimenti bibliografici	185
--	------------

Siti internet consultati	192
---	------------

PREMESSA

I fondi comuni di investimento sono diventati una componente sempre più importante nella ricchezza delle famiglie fino a rappresentare ad oggi uno dei metodi più diffusi di gestione del risparmio. Sono strumenti nati in Gran Bretagna nel 1868 con lo scopo di far partecipare i risparmiatori che non avevano grandi risorse, ai vantaggi degli investimenti in campo prevalentemente azionario. Sono stati introdotti nell'ordinamento giuridico italiano nel 1983 e hanno cominciato ad operare nel 1984. In quegli anni il settore contava soltanto pochi fondi, investiti tutti sul mercato italiano. La successiva crescita del numero delle società di gestione e dei fondi operanti è stata rapida e continua: a giugno 2006 i fondi di diritto italiano sono 1.235 a cui vanno a sommarsi gli oltre 7.000 prodotti di diritto estero autorizzati in Italia.

L'offerta è ormai molto vasta e sempre più articolata, tanto che risulta difficile per il risparmiatore medio scegliere bene come collocare le proprie risorse. Inoltre, da una recente ricerca statistica si è rilevato che gli italiani impiegano molto più tempo nell'acquisto di un frigorifero piuttosto che nella scelta di un prodotto finanziario¹. La cosa importante da notare è che, per l'elettrodomestico, il processo decisionale che precede l'acquisto è coerente: si raccolgono informazioni sulle diverse case di produzione, si valuta il prezzo, si confrontano i vari modelli in termini di efficienza e quindi si procede all'acquisto. Nel caso di un fondo di investimento raramente ciò accade, ma ancora oggi la maggior parte delle scelte in questo settore si basano sull'abitudine e sulla "presunzione di fiducia". Non esiste una fase di pre-acquisto, durante la quale si riflette, si effettuano analisi sui reali obiettivi che si intende raggiungere e sulla reale propensione al rischio che caratterialmente si è disposti a sostenere.

Lo scopo di questo elaborato è quello di ridurre le asimmetrie tra domanda e offerta cercando di delineare un quadro generale della situazione attuale in Italia e vedendo quali strategie sono state attuate o possono essere attuate per attirare potenziali nuovi

¹ Fonte: Il Sole 24 Ore, 15 ottobre 2004, M. Liera, "Scegliere il prodotto finanziario giusto: poca attenzione e poca conoscenza".

clienti e ampliare così il bacino d'utenza. Inizialmente verrà proposta un'analisi dell'ambiente esterno, vale a dire del mercato dei fondi comuni di investimento, definendo i prodotti e i servizi offerti, il volume d'affari e le tendenze di investimento attuali. Verrà analizzato lo scenario competitivo e il "cliente" di riferimento, tenendo presente che è fondamentale l'entrata in gioco di ulteriori forze esterne che influenzano o hanno influenzato il settore.

Seguirà quindi un'analisi dell'ambiente interno all'azienda, la sua mission, le strategie attuate, le competenze, le risorse e la comunicazione. Tutto ciò tramite lo studio di FinecoBank, società appartenente al gruppo bancario Capitalia, che nacque come broker on line per poi diventare una banca diretta in grado di offrire tutti i servizi di una banca normale con particolare attenzione a financial plannings innovativi e ad alto contenuto tecnologico. La scelta di analizzare una banca on-line è stata compiuta per mettere in luce strategie e cambiamenti che una tradizionale banca non avrebbe effettuato trattandosi di due canali con un diverso grado di concorrenza. Infatti l'ambiente competitivo del tradizionale sistema bancario è più simile ad un oligopolio, mentre on-line, per natura stessa di questo canale, le basse barriere all'entrata permettono una concorrenza più forte. Inoltre attualmente la rete è l'unico intermediario che propone i cosiddetti "supermercati on line" nei quali, invece di offrire principalmente i prodotti di "casa", propone fondi di diverse marche. Ciò si rivela un consistente valore aggiunto che pochi risparmiatori conoscono e quindi sfruttano, al contrario di quanto è avvenuto negli Stati Uniti, dove la maggior parte degli acquisti viene effettuata con questa modalità.

Presentando questa realtà che sta emergendo solo di recente in Italia si vuole mettere in luce le effettive differenze che esistono tra le banche tradizionali e le banche dirette, non solo a livello di costo di gestione di fondi, ma anche dal punto di vista della consulenza e soprattutto dell'offerta.

SINTESI E CONCLUSIONI

L'evoluzione del risparmio nel corso degli anni mette in evidenza come in Italia quest'ultimo abbia subito profonde modifiche, non solo nella composizione del portafoglio e del patrimonio, ma anche nel modo di operare dei protagonisti che sono diventati sempre meno conservatori, incamminandosi verso un investimento innovativo più orientato alla borsa. Non si deve dimenticare che il sistema finanziario italiano rimane comunque un sistema bancocentrico dove il ruolo dominante della banca permane nonostante la flessione del peso degli investimenti nelle attività bancarie. Con il passare degli anni i possibili impieghi del risparmio sono aumentati: investimenti esteri, in titoli azionari e obbligazionari, fondi comuni d'investimento, immobiliari speculativi e altro. Sono proprio i fondi che hanno dato avvio all'avvicinamento anche dei piccoli risparmiatori ad una forma di investimento alternativa sostituendosi ai Titoli di Stato, dai rendimenti decisamente in ribasso rispetto al passato. Allo stesso tempo, l'avvento di internet garantisce ad ogni investitore le risorse necessarie, cioè una serie di informazioni dettagliate e spesso gratuite sui numerosi prodotti finanziari oltre che a una discreta sicurezza nelle transazioni, esecuzione degli ordini in tempo reale e costi ridotti per ogni operatore.

Oggi ogni piccolo investitore privato che utilizza internet con il solo ausilio del personal computer ha a disposizione molti dei mezzi e delle risorse che in passato erano in possesso esclusivamente dei grandi professionisti del settore. Agli inizi furono solo le grandi banche ad utilizzare le attrezzature elettroniche per trattare in maniera efficiente l'enorme volume di informazioni che iniziava a caratterizzare il mondo finanziario. Tali soggetti avevano scavato un abisso tra la propria capacità d'analisi del mercato e quella dell'investitore individuale. Ma a partire dalla metà degli anni Ottanta con l'introduzione del personal computer la situazione è cambiata radicalmente: anche i piccoli investitori hanno potuto accedere agli strumenti di analisi tecnica e fondamentale, iniziando in questo modo a scegliere in modo autonomo i prodotti finanziari sui quali operare. Oggi gli utenti internet sono una fascia della clientela molto

appetibile soprattutto per gli istituti di credito: giovane età, alto tasso di scolarizzazione e reddito medio alto. Dai dati diffusi da Eurisko si nota che la percentuale degli utenti web sul totale della popolazione, in Italia, nel 2005 si è attestato attorno al 50%, con una crescita di circa il 300% rispetto al 1998².

L'ampliamento dell'offerta delle banche e l'incremento dei canali distributivi è una tendenza consolidata in tutti i paesi finanziariamente avanzati, compresa l'Italia. Attraverso tale diversificazione il prodotto fondi amplia la propria capacità di raggiungere la clientela potenziale. Inoltre le banche hanno cercato di integrare verticalmente tale settore inglobando o fondando Sgr e spingendo i prodotti di casa. Infatti fino a non molto tempo fa era impensabile utilizzare strumenti diversi dallo sportello quindi le banche cercavano di vincolare i clienti e forti del tradizionale rapporto di fiducia instaurato tra impiegato e cliente. Limitatamente all'Italia, quindi, non c'erano altri modi per entrare nel mercato del risparmio e il passaggio in banca era obbligatorio. Non molto tempo fa, sul modello anglosassone, si assistette all'introduzione della figura del consulente finanziario, un esperto in grado di consigliare al meglio il risparmiatore. Oggi la rete dei promotori non rappresenta più una novità ma una realtà che si è consolidata nel tempo e può essere considerata un'alternativa alla distribuzione attraverso canali telematici. Presentano infatti un certo grado di flessibilità, anche se sicuramente inferiore a internet, e si avvantaggia rispetto a quest'ultima proprio per il fatto di non avere barriere tecnologiche che possono costituire un ostacolo per molti potenziali investitori. Sebbene l'effetto della crescita culturale della clientela e l'ulteriore affinamento della tecnologia stanno riducendo progressivamente tali barriere possiamo affermare che un'opera di mediazione e di interpretazione delle informazioni sarà sempre utile per gran parte degli investitori privati. Ecco quindi che alcune banche dirette che operano esclusivamente on line hanno integrato il canale internet con una rete di esperti consulenti che possono interagire col risparmiatore *face to face* (è il caso di FinecoBank). Alcuni problemi possono invece sorgere dalla coesistenza del modello distributivo legato al tradizionale sportello bancario con quello costituito dalla rete di promotori soprattutto per quanto riguarda il target territoriale. La banca che si è già diffusa in una determinata area corre il pericolo che le azioni di sviluppo degli sportelli e dei promotori si sovrappongano e

² Per ulteriore approfondimento vedere capitolo 5, paragrafo 5.4: "L'utilizzatore internet"

comportino una sorta di cannibalizzazione interna dannosa o un disorientamento del cliente. Le banche tradizionali hanno anch'esse cavalcato l'onda di diffusione di internet approdando in rete e cercando di sfruttare tutte le potenzialità ad esso connesse. Le strategie utilizzate dagli istituti bancari per approdare all'internet banking in generale hanno seguito due direzioni: da un lato l'integrazione del canale in questione con quelli preesistenti, dall'altro la netta differenziazione dei canali stessi. In quest'ultimo caso si tratta di dar vita ad un'unità di business a sé stante e ciò comporta l'investimento di notevoli risorse economiche in tecnologie e management. Inoltre per creare un canale che non sia complementare agli altri esistenti sullo stesso mercato è consigliabile dare vita ad uno specifico brand, per affermare il quale, in un mercato fortemente competitivo come questo, si richiede un notevole sforzo economico aggiunto ad autonomia di gestione. E' il caso di FinecoBank, acquistata dal gruppo Capitalia, ma gestita in autonomia e legata al proprio brand che continua a promuovere con forti campagne pubblicitarie.

La necessità di fornire ai clienti non solo una vasta gamma di fondi, ma anche un servizio sempre più completo è ormai innegabile: se i flussi legati alla rete in Italia sono ben lontani da quelli americani, i segnali di miglioramento non sono pochi, primo fra tutti il fatto che l'offerta diventa sempre più personalizzata e multimarca. Infatti l'orientamento di massa porta a fornire alla propria clientela non solo tutti gli strumenti finanziari ma anche la possibilità di effettuare investimenti in tutte le piazze del mondo con commissioni sempre più basse e nella più totale autonomia di scelta, senza alcun vincolo di nessun genere.

Altri due fattori dai quali non si può prescindere sono la qualità del servizio e il prezzo. Per quanto riguarda quest'ultimo si può affermare che la banca virtuale consente risparmi di costi molto elevati rispetto allo sportello tradizionale: il costo unitario delle transazioni è inferiore e le commissioni sono notevolmente ridotte e alcune addirittura eliminate. La clientela che si avvicina ai canali virtuali è attirata sì da un modo più comodo e simultaneo di gestire i suoi risparmi, ma soprattutto dalla promessa di costi inferiori. Per questo si assiste ad una battaglia tariffaria per conquistare i nuovi segmenti di clientela.

Per quanto riguarda la qualità, un fattore da valutare è senz'altro la possibilità di scegliere tra le proposte di varie Sgr, non limitandosi solo ai prodotti spinti dall'istituto

bancario. Ciò è possibile quasi esclusivamente on line, dove si sono affermati i supermercati di fondi per permettere al risparmiatore di sottoscrivere il fondo più adatto alle sue esigenze. Oltre al prodotto vero e proprio la direzione presa dagli intermediari sul web è stata quella di implementare il più possibile la gamma dei servizi da offrire: consulenze su richiesta, informazioni ad hoc, valutazione in tempo reale dell'andamento del proprio investimento, ecc. Ecco quindi che sempre più investitori si affidano ad internet per investire in fondi, seguendo, seppur in notevole ritardo, la direzione presa dai paesi anglosassoni. Tale ritardo è senza dubbio dovuto a fattori culturali insiti nel risparmiatore italiano, diffidente verso le *virtual banks* e non ancora del tutto culturalmente preparato. Inoltre la sicurezza dei dati scambiati sulla rete non sembra aver raggiunto nella mente del consumatore un livello di affidabilità elevato. In più il risparmiatore italiano è ancora legato all'idea tradizionale che la banca sia il tramite migliore per far fruttare il proprio denaro, rimanendo legati ad essa grazie all'affidabilità garantita da un forte brand e da personale conosciuto e di cui ci si fida. Inoltre la limitata conoscenza finanziaria costringe buona parte dei clienti a fidarsi ciecamente dei consigli proposti loro dalla banca, senza avere la possibilità di effettuare dei confronti con altre realtà o altri prodotti. Tutto ciò ha permesso agli istituti bancari di monopolizzare tutto ciò che riguarda la gestione del risparmio e le operazioni finanziarie in genere. La situazione si sta comunque evolvendo a favore di un mercato più libero seppur ancora limitato a pochi esperti risparmiatori.

Introduzione

Il mercato del risparmio in Italia

Il mercato del risparmio in Italia negli anni recenti ha subito profonde modifiche, soprattutto negli ultimi decenni del 2000, anni in cui si sono susseguiti nuovi prodotti e nuovi canali di distribuzione. Di cambiamento radicale nel comportamento del risparmiatore si può iniziare parlare negli anni Ottanta quando, in seguito alla progressiva riduzione del rendimento dei BOT, si assiste ad un aumento dell'investimento in borsa e ad una maggiore diversificazione con la possibilità di scegliere tra più strumenti finanziari, sia perché la borsa si sta sviluppando in modo sempre più massiccio e sia perché l'investimento immobiliare diventa sempre più costoso. Mentre dal lato dell'offerta si assiste alla nascita di nuove forme di impiego del risparmio che ha portato ad una concorrenza tra le banche e tra queste e i nuovi intermediari finanziari. Per molti anni la logica del risparmiatore è stata ancorata al binomio "mattone – deposito bancario", è andata trasformandosi e ha portato ad una diversificazione del portafoglio, prima grazie al diffondersi dei titoli del debito pubblico e poi, con l'ingresso sul mercato dei fondi comuni e un rinnovato interesse per l'investimento azionario. Gli intermediari finanziari e soprattutto le banche hanno assecondato questo sviluppo promuovendo una strategia che ha mirato ad occupare nuovi spazi operativi nel campo dell'intermediazione di titoli con la creazione di società di gestione di fondi comuni di diretta emanazione bancaria. Parallelamente la tradizionale attività bancaria si è orientata sempre di più verso la diversificazione dei prodotti e servizi offerti nei vari segmenti di mercato ponendo la maggiore attenzione verso frange più mature ed esigenti della propria clientela.

Tra i paesi industrializzati l'Italia conserva un primato positivo costituito dalla sua elevata capacità di risparmio. La quota di reddito risparmiato si aggirava agli inizi del

2002, intorno ad un quarto del reddito nazionale; mentre le imprese risultano esposte finanziariamente in misura non differente di quanto si rileva altrove, le famiglie italiane sono molto meno indebitate. Il lato negativo dell'Italia è che una parte più rilevante, rispetto ad altri stati, del risparmio privato viene assorbita per il finanziamento del disavanzo pubblico. Un debito pubblico elevato tende a pesare sul valore della moneta e, a parità di altre condizioni, ad innalzare i tassi di interesse di mercato. Le economie in cui le famiglie e più in generale il settore privato sono molto indebitati, sono esposti maggiormente a crisi di stabilità o a crisi degli intermediari, mentre quando l'indebitamento è concentrato nel settore pubblico allora il rischio maggiore è l'inflazione.

L'Italia è comunque ancora in ritardo rispetto agli altri paesi finanziariamente evoluti, a causa anche di un sistema previdenziale vicino al collasso che non può più garantire una rendita vitalizia sufficiente come era accaduto in passato, inoltre si presenta anche un sistema di Trattamento di Fine Rapporto unico nel mondo basato sull'accantonamento di una parte della retribuzione. Questa situazione si sta però evolvendo, essendo oggetti di attuali riforme atte a convogliare il Tfr in fondi pensione che garantirebbero una rendita a fine carriera lavorativa.

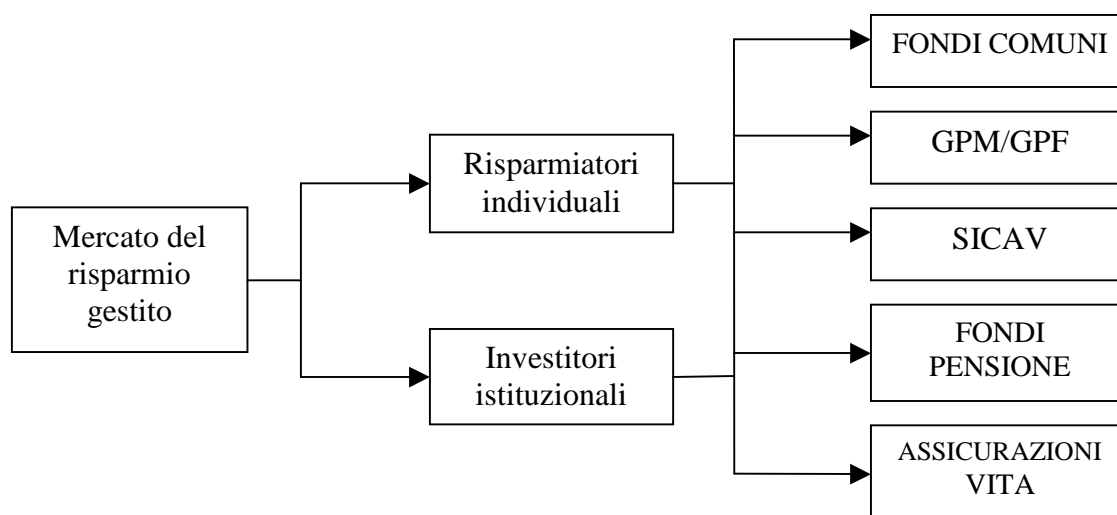
Il Risparmio Gestito

Il risparmio gestito è la quota di accantonamento personale affidata dal risparmiatore ad uno o più gestori professionali che, nell'ambito di un mandato ricevuto, provvedono ad amministrare le risorse loro conferite. Con l'espressione "Risparmio Gestito" si fa riferimento alle attività di gestione professionale del risparmio operate dai fondi comuni di investimento e dalle Sicav³, all'attività di gestione di patrimoni mobiliari individuali effettuata da banche e da società d'intermediazione mobiliare (Sim), nonché alle attività di investimento per conto dei risparmiatori, operate dai fondi pensione e dalle compagnie di assicurazione nell'ambito della previdenza complementare. E' palese quindi ritenere il risparmio gestito una forma di investimento che consente alle famiglie

³ Sicav: Società di Investimento a Capitale Variabile, simili ai fondi di investimento. Sono società per azioni con il capitale che varia in funzione delle sottoscrizioni e dei rimborsi, per questo è detto variabile.

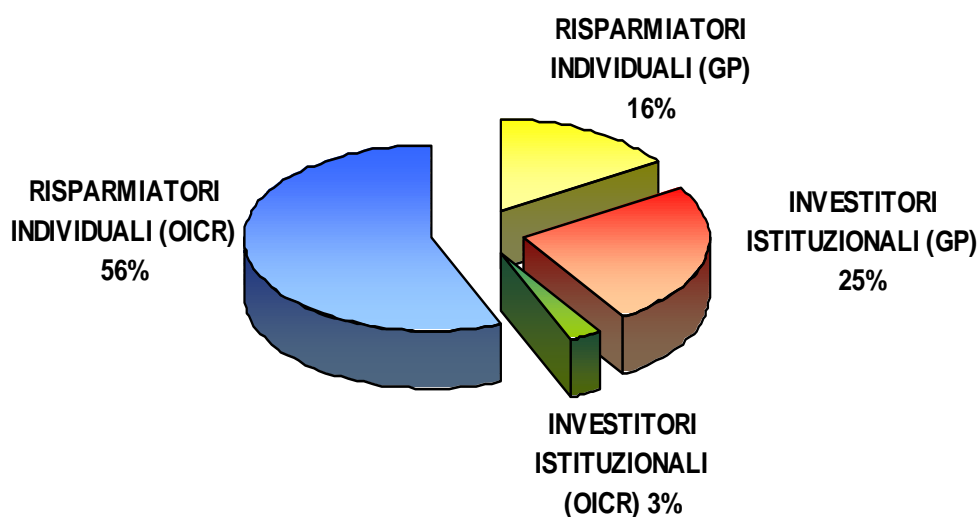
di soddisfare i propri bisogni finanziari (previdenza, gestione della liquidità, crescita del capitale) e contemporaneamente consente ai mercati di diventare efficienti allocatori di risorse tra i vari emittenti (imprese, governi, enti locali, ...). Inoltre se la gestione diretta comporta scelte finanziarie in prima persona, nel risparmio gestito le decisioni in merito alla destinazione della ricchezza vengono prese da operatori professionisti, che non sono i proprietari delle risorse investite.

Fig. 1: Il mercato del risparmio gestito



A delegare la gestione del risparmio non sono solo i piccoli investitori; anche un'impresa o un fondo pensione che conferisce il mandato di gestione ad un intermediario professionale rientra nella categoria del risparmio gestito. Per quanto riguarda l'origine delle risorse affidate ai gestori, in Italia è preponderante la parte generata dai risparmiatori individuali (clientela retail), ma è presente anche una parte proveniente da investitori istituzionali quali imprese di assicurazioni, fondi pensione e fondazioni bancarie.

Fig. 2: *Suddivisione del mercato gestito in base alla percentuale di investitori sia istituzionali che individuali, che hanno sottoscritto Gestioni Patrimoniali (GP) e qualsiasi tipo di Organismo Collettivo del Risparmio (Oicr).*



Fonte: Assogestioni 2005

Gli investitori istituzionali svolgono quindi un'attività di intermediazione finanziaria finalizzata alla gestione per conto terzi del risparmio ma soprattutto all'ottimizzazione della combinazione rischio-rendimento; ciò può derivare da un mandato specifico, per effetto del quale l'investimento avviene su base collettiva (è il caso dei fondi comuni e dei fondi pensione), oppure per effetto di un'intermediazione (è il caso delle compagnie di assicurazione nelle polizze vita).

Da un punto di vista normativo, in Italia, l'intero universo del risparmio gestito è oggi disciplinato dal TUIF (Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria, decreto legislativo n. 58 del 24/2/1998) e dai regolamenti attuativi emanati dalla Consob e dalla Banca d'Italia.

Fig. 3: Il risparmio gestito in Italia: prodotti e soggetti

Tipologia gestione	Prodotti offerti	Soggetti che effettuano la gestione
GESTIONE COLLETTIVA	fondi aperti	S.G.R
	fondi chiusi	S.G.R
	fondi immobiliari	S.G.R
	fondi pensione	S.G.R., compagnie assicurative
	SICAV	SICAV
	polizze assicurative a capitalizzazione	banche, compagnie assicurative
GESTIONE INDIVIDUALE	gestioni patrimoniali mobiliari	banca, SIM, fiduciaria, S.G.R
	gestioni patrimoniali in fondi	banca, SIM, fiduciaria, S.G.R

Fonte: Germani A., L'unificazione dell'attività di asset management, LUISS, op. cit., pag. 7

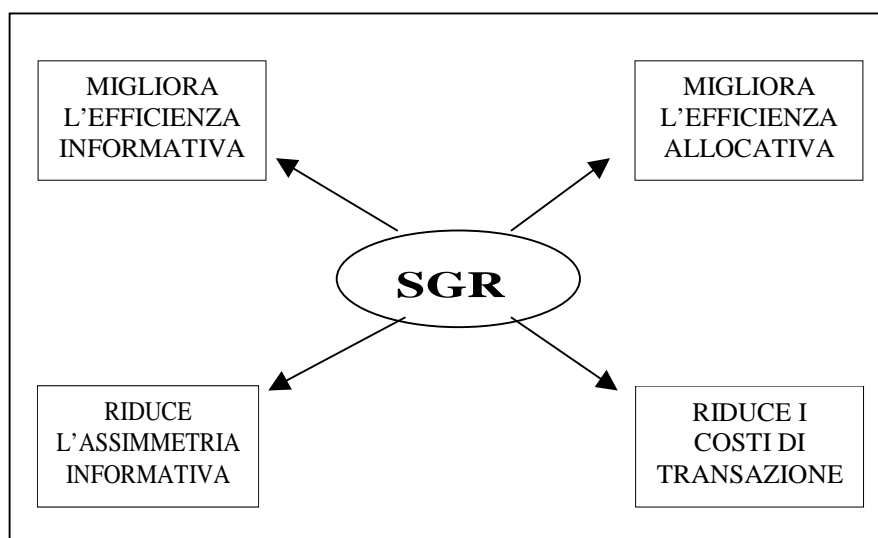
I fondi comuni di investimento

Il fondo comune di investimento è un patrimonio collettivo costituito dalle somme versate da una pluralità di partecipanti ed investite in strumenti finanziari. Attraverso l'adesione ad un fondo, l'investitore affida i propri risparmi ad un professionista della finanza, generalmente un team di esperti organizzati in una società di gestione. I risparmi versati dai singoli, confluiscono nella cassa comune del fondo e costituiscono patrimonio separato da quello della società che lo gestisce. Saranno i gestori, i cosiddetti "money manager" a ricercare il modo più redditizio per investirlo scegliendo tra azioni, strumenti del reddito fisso, liquidità e diversificando per area geografica, settore merceologico, capitalizzazione degli emittenti, in funzione degli obiettivi e della

tipologia del prodotto stesso. Il fondo comune è, in altri termini, una cassa collettiva dove confluiscono i risparmi di vari investitori privati, denaro che viene investito in valori mobiliari (Titoli di Stato, Obbligazioni estere, azioni italiane e straniere, ecc.) da società di gestione del risparmio (Sgr) iscritte ad un apposito albo. Le sgr si occupano anche della promozione, l'istituzione e l'organizzazione dei fondi comuni, nonché dell'amministrazione dei rapporti con i partecipanti al fondo stesso.

Inoltre ha anche il compito di ridurre le asimmetrie informative che sussistono tra l'investitore/risparmiatore e l'azienda che riceve le risorse dei primi.

Fig.4: Ruolo delle SGR



Lo scopo principale di un fondo, tutti i partecipanti hanno gli stessi diritti: i loro guadagni e le loro perdite (dal momento che un fondo non garantisce un rendimento certo), saranno in proporzione a quanto investito, o meglio, al numero di quote in loro possesso. Il ritorno per il sottoscrittore dipende soprattutto dalle attività in cui è investito il fondo; quindi, un obbligazionario area euro avrà un rendimento in linea con quello dei Titoli di Stato dei paesi europei, un azionario internazionale con quello delle borse estere e così via.

I fondi comuni di investimento aperti, cioè a capitale variabile, rappresentano la forma più utilizzata comunemente nei fondi di investimento.

Fig. 5 – I fondi comuni: funzionamento

	Fondi comuni di investimento
Durata	Variabile a seconda del tipo di fondo sottoscritto (la durata è sempre specificata nel prospetto informativo)
Remunerazione	Varia in base al variare della quota
Liquidità	Possibilità di smobilizzo in qualunque momento
Valutazione dei risultati	Pubblicazione quotidiana della quota sui giornali; rendicontazione periodica e confronti con l'indice del mercato di riferimento (benchmark)
Soglia minima di accesso all'investimento	Variabile da fondo a fondo; in generale: Piani di accumulo mensili a partire da € 51,64; versamenti annuali a partire da 1000 – 1500 €

Le caratteristiche economiche dei fondi comuni possono quindi essere sintetizzate nel seguente modo:

- La gestione avviene su base collettiva per conto dell'investitore, il quale si assume totalmente il rischio dell'investimento.
- Il patrimonio è privo di personalità giuridica ed è suddiviso in quote. La partecipazione al fondo è rappresentata da una quota la cui entità può variare a seconda dei risparmiatori, ma, indipendentemente dall'ammontare versato, tutti i

partecipanti hanno gli stessi diritti: in particolare gli investitori beneficiano della stessa performance realizzata in un certo arco temporale. Il valore complessivo netto del fondo (NAV) è pari al valore corrente delle attività che lo compongono al netto di eventuali passività. Il valore di ciascuna quota è pari al NAV diviso per il numero di quote in circolazione.

- Il fondo comune costituisce patrimonio distinto dal patrimonio della Società di Gestione e da quello di ogni altro fondo gestito dalla medesima società. Il principio di autonomia giuridica e di tutela del fondo comune è rafforzato dalla norma che prescrive che la custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide in un fondo deve essere affidata ad una banca depositaria.
- Il rapporto tra la società di gestione e i risparmiatori è regolato dalle norme di legge e dal regolamento del fondo.⁴
- L'informazione all'investitore è assicurata sia nella fase che precede l'investimento mediante il prospetto informativo, sia nel corso dell'attività di gestione. Il prospetto deve contenere una serie di informazioni necessarie al risparmiatore per formulare un giudizio sull'investimento che viene proposto, informazioni riguardanti il fondo e riguardanti il gestore. In particolare devono essere indicati benchmark⁵ e i risultati ottenuti in passato.
- I fondi hanno la piena proprietà dei titoli gestiti e quindi possono esercitare i relativi diritti. In particolare la società di gestione del risparmio provvede, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti alle azioni e altri strumenti posseduti.

⁴ Vedi testo del decreto legge in allegato.

⁵ Il benchmark è un portafoglio di titoli che viene utilizzato come riferimento dell'andamento di un determinato mercato azionario e obbligazionario. E' considerato un oggettivo parametro di riferimento utilizzato per valutare la performance dei fondi comuni e dei portafogli.

Parte prima

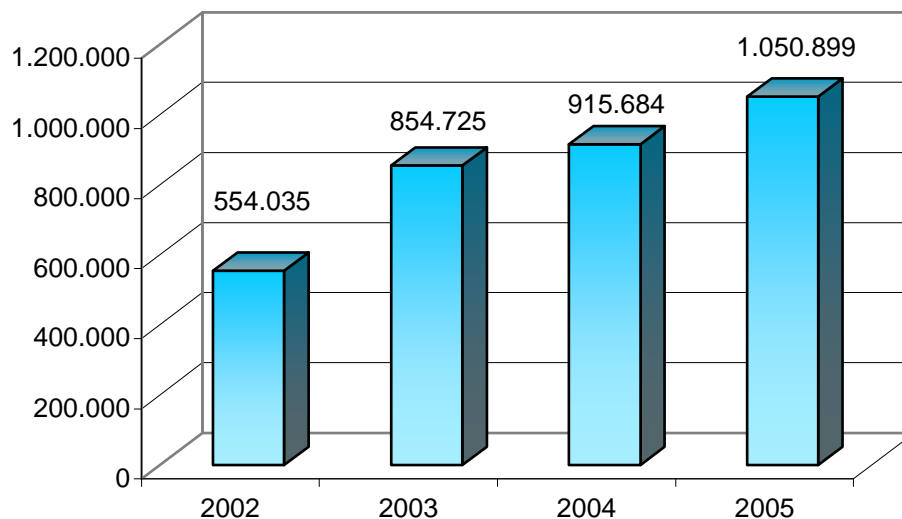
Ambiente esterno

1 Il mercato dei fondi di investimento in Italia

1.1 Dimensioni del giro d'affari

Il ricorso al risparmio gestito e soprattutto ai fondi comuni, da parte delle famiglie italiane è aumentato a ritmi sostenuti nel corso degli ultimi anni, al di là di qualsiasi previsione. Il patrimonio finanziario totale delle famiglie italiane rappresenta uno dei più importanti mercati, avendo raggiunto e superato i 2.500 miliardi di Euro nel 2005. Il risparmio gestito, che rappresenta circa il 40% dell'attività finanziaria delle famiglie italiane⁶ nel 2005, ha registrato negli ultimi periodi una crescita annua media del 30%, un giro d'affari pari a oltre 1.000 miliardi di euro.

Fig.6: Evoluzione del patrimonio lordo di gestione dal 2002 al 2005 (in milioni di €)



Fonte: Assogestioni 2006

⁶ Fonte: Studio di Prometeia sul risparmio degli italiani – anno 2005.

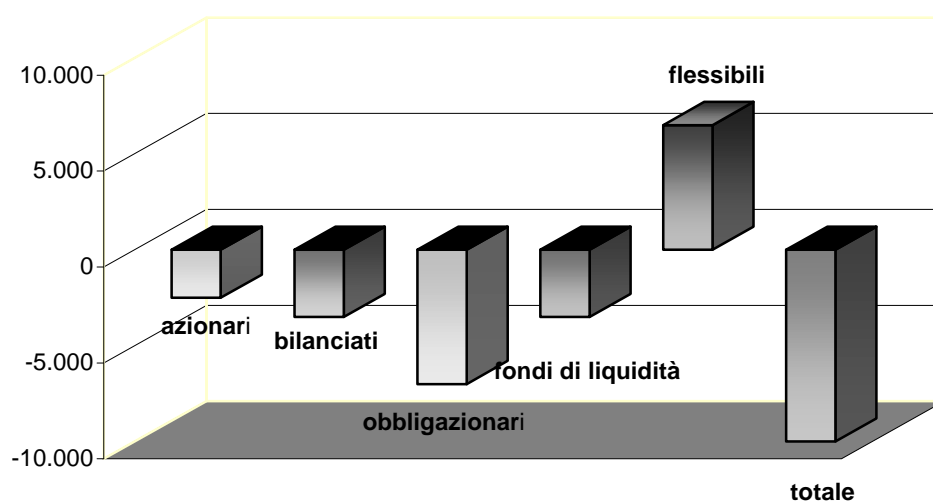
La categoria dei fondi di investimento è, tra i prodotti finanziari, quella che negli ultimi anni ha prodotto la maggiore crescita in termini di volumi. Rappresentano più del 50% del patrimonio gestito nel 2005 e continuano a mantenere un andamento più o meno crescente a partire dal 1995. A fine 2005, l'ammontare delle masse in capo all'industria del risparmio gestito era di oltre 654 miliardi di Euro, con una rivalutazione di circa il 13% rispetto all'anno precedente, quando si attestava sui 579 miliardi di euro. L'andamento della raccolta dei fondi comuni aperti è molto significativo: durante il 2004 l'industria aveva raccolto poco meno di 800 milioni di euro, ma durante il 2005 il flusso di nuove risorse si è incrementato di poco meno del 5%. Ad avere i maggiori risultati in termini di crescita sono stati gli Oicr aperti

Le cause della crescita sono da ricercarsi principalmente nel calo dei rendimenti dei Titoli di Stato, considerato un tradizionale strumento di risparmio degli italiani, ma anche da altri fattori, quali:

- Il buon andamento del mercato azionario che, soprattutto alla fine degli anni Novanta ha fortemente influenzato i comportamenti di investimento. Il crollo delle borse in seguito ai fatti dell'11 settembre 2001 hanno creato un'inflexione dei rendimenti ma di recente si è verificato un nuovo cambio di tendenza tornando a registrare risultati positivi.
- La globalizzazione finanziaria, di cui l'avvento della moneta unica europea ha rappresentato una tappa fondamentale. Sono infatti i prodotti di diritto estero a fare da traino al mercato, rappresentando circa un terzo dell'intera offerta delle sgr.
- La crisi del Welfare State che ha reso non più sufficienti le coperture previdenziali pubbliche, favorendo lo sviluppo di forme complementari (polizze vita e fondi pensione).
- La scelta strategica delle istituzioni finanziarie e degli operatori, prime fra tutti le banche, di sviluppare e incrementare l'offerta di servizi di investimento.
- La maggiore consapevolezza e conoscenza dei mercati da parte del risparmiatore/investitore.
- La consapevolezza che la pensione, se ci sarà, non sarà più sufficiente per garantire un futuro sereno come era accaduto in passato.

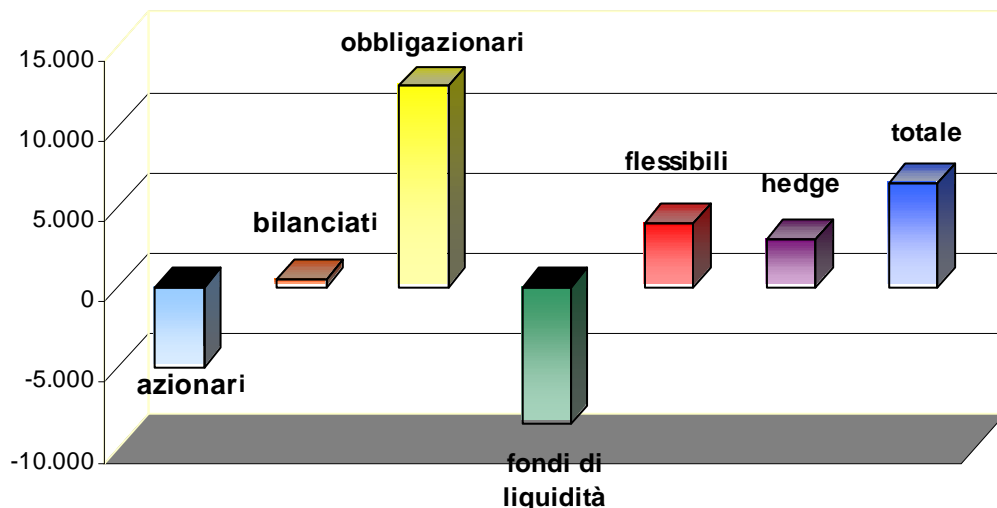
L'importanza dei fondi comuni e la crescita del loro mercato, come già affermato prima non hanno avuto una tendenza lineare nel tempo, ma sono strettamente correlate all'andamento dei mercati finanziari. La relazione fra l'andamento dei mercati e la raccolta netta è di facile intuizione in quanto i fondi sono composti da azioni e obbligazioni e quindi l'andamento dei due prodotti è fortemente legato. Investire in fondi ha però il vantaggio di poter differenziare il proprio investimento e quindi, in un certo senso ridurre i rischi e la volatilità. Naturalmente diventa difficile interpretare o prevedere l'andamento del mercato finanziario, inoltre bisogna tenere conto che non esiste un nesso di casualità univoco che parte dall'andamento di Borsa e giunge alla raccolta netta, ma sia l'andamento della Borsa, sia la raccolta netta sono variabili che dipendono da un'attitudine generale dei risparmiatori finali all'investimento su certi mercati. Dal confronto dei grafici di fig. 7 e fig. 8 si può notare come nel 2004 la raccolta dei fondi di investimento abbia registrato un segno negativo per tutti i prodotti, tranne i flessibili. Nel 2005 invece l'andamento è cambiato, ritornando a registrare un segno positivo, dovuto soprattutto ai fondi obbligazionari. Questo è un chiaro sintomo della diminuzione della propensione al rischio che si è verificato nel risparmiatore, che ha preferito allocare i propri capitali in fondi a basso rischio a discapito dei potenziali rendimenti.

Fig. 7: Raccolta netta 2004 (milioni di euro)



Fonte: Assogestioni, 2005

Fig.8: Raccolta netta del 2005 (milioni di Euro)



Fonte: Assogestioni, 2006

1.2 Tendenze

Nel 2005 i protagonisti del sistema fondi sono stati gli obbligazionari, i Flessibili e gli Edge Found, ma l'industria del risparmio comincia a riscoprire i bilanciati.⁷ Questa tipologia di prodotti, in passato offuscata dal moltiplicarsi di fondi iperspecializzati, ultimamente ha riscontrato un costante, anche se non elevato, incremento. Il consumatore attualmente preferisce gli Obbligazionari perché permettono di allocare i propri risparmi senza però esporsi troppo, ma anche per la poca inclinazione ad investire su fondi ad andamento fortemente variabile. Ecco quindi che viene privilegiata la prudenza piuttosto che una pura ricerca del rendimento. L'attenzione verso i flessibili e gli hedge found, invece nasce dal desiderio di delegare sempre più le scelte di portafoglio al gestore professionale, senza curarsi troppo delle vicissitudini dei mercati azionari e obbligazionari. Tendenza emersa già in modo evidente a partire dal 2002, ma

⁷ Vedi classificazione dei fondi redatta da Assogestioni, in allegato.

particolarmente chiara nel 2004, quando questa tipologia fu l'unica a presentare conti in attivo (vedi Fig. 7). L'analisi statistica del settore, nel 2005, ha messo in luce come, rispetto all'anno precedente i risparmiatori abbiano dimostrato una maggiore attenzione verso i fondi comuni nel loro complesso. I principali flussi di raccolta sono stati indirizzati verso i prodotti esteri (prodotti di diritto estero promossi da intermediari esteri) che hanno portato quasi a raddoppiare la loro quota di mercato. Importanti anche i capitali investiti in fondi roundtrip, ovvero prodotti da gestori italiani e domiciliati all'estero. Tra le ragioni che potrebbero avere influito su questo trasferimento di risorse verso i prodotti esteri, le più evidenti sembrano essere il più favorevole trattamento fiscale applicato alle rendite e l'assetto regolamentare meno rigido, che offre la possibilità ai gestori stranieri di specializzare la propria attività e di operare sui mercati con maggiore efficacia.

Come precedentemente detto, i prodotti che hanno riscosso i maggiori consensi in assoluto sono stati gli obbligazionari, con un flusso pari a 14,7 miliardi di euro. E' singolare notare come questa tipologia, nello stesso periodo del 2004 fosse quella col deficit più elevato (-6,6 miliardi di euro). Ciò è dovuto ad un calo dei tassi di interesse che poi hanno ricominciato progressivamente ad aumentare attestandosi mediamente al 3,5%, rendimento considerato abbastanza soddisfacente per coloro che hanno una propensione al rischio bassa.

Questo per quanto riguarda i volumi di investimento; se andiamo a vedere i rendimenti vediamo che i migliori prodotti sono stati gli azionari, che negli ultimi dodici mesi hanno reso mediamente il 16,3%, con picchi del 32,9% per i fondi orientati verso i paesi emergenti. Sono molto più contenuti i rendimenti di fondi obbligazionari, fermi al 2,2%. Dall'analisi fatta si nota subito che gli azionari, che pur hanno avuto rendimenti migliori sono i fondi sui quali i risparmiatori hanno avuto più riserve dato che sono i più rischiosi, i più volatili e presuppongono un'elevata propensione al rischio. Senza dubbio questo atteggiamento è influenzato anche dagli avvenimenti accaduti (terrorismo e crack finanziari) che hanno contribuito a creare un clima di incertezza che si è riflesso anche sulle Borse mondiali.

1.3 Tipologie di fondi, legislazione e costi

Come già detto il gestore investe il patrimonio del fondo, costituito da capitali di una pluralità di risparmiatori, in un'ampia gamma di titoli. A seconda della natura dei titoli in cui il fondo viene investito e delle modalità di accesso/uscita dei fondi si possono individuare alcune categorie di Oicr⁸. Tra i possibili criteri di classificazione dei fondi comuni di investimento troviamo le modalità di funzionamento o struttura (fondi aperti, fondi chiusi, fondi speculativi), il tipo di bene oggetto dell'investimento collettivo (valori immobiliari, valori reali), per cui si possono individuare alcune macrocategorie: fondi comuni di investimento mobiliare aperti e chiusi, fondi di investimento immobiliari, edge fund, fondi riservati e fondi di fondi⁹. Queste macro-categorie includono fondi con caratteristiche abbastanza definite in termini di profilo rischio/rendimento atteso. Vi sono fondi di liquidità che investono soprattutto in titoli obbligazionari a breve termine; fondi obbligazionari che investono in titoli obbligazionari a medio-lungo termine, ecc.

Le caratteristiche dell'investitore, ovvero il suo profilo di propensione al rischio, sono rilevanti nel momento in cui si sceglie la categoria di fondi nei quali si vuole investire.

Dal 1 luglio 2003, i fondi comuni sono divisi convenzionalmente in cinque categorie in base al peso dell'investimento azionario; Assogestioni, l'associazione di categoria delle società di gestione dei fondi, ha fissato limiti di investimento per ognuna di esse. Ogni categoria si divide a sua volta in sotto-categorie (in totale 42) sulla base di differenti criteri. La classificazione Assogestioni¹⁰ è adottata da tutti i fondi di diritto italiano, da tutti i fondi lussemburghesi storici e da buona parte dei fondi esteri armonizzati.

Dal punto di vista normativo il decreto legge n.58 del 24/2/98 (TUIF) ha permesso la creazione di un quadro normativo che tuteli maggiormente i risparmiatori, ma ha anche favorito l'avvio di nuove società private mettendo il sistema italiano alla pari di quello delle altre nazioni europee. Inoltre ha insignito la Banca d'Italia dell'obbligo di contenere i rischi e controllare la stabilità patrimoniale; mentre alla Consob¹¹ gli obblighi riguardanti la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli enti gestori.

⁸ Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio.

⁹ Vedere le categorie in Allegato

¹⁰ Vedere la classificazione in Allegato

¹¹ Consob: Commissione Nazionale per la Società e la Borsa

La Banca d'Italia e la Consob operano in modo coordinato e si comunicano reciprocamente i provvedimenti assunti e le irregolarità rilevate.

Tale decreto impone agli Oicr di adempiere nei confronti dei sottoscrittori ad obblighi informativi specificatamente disciplinati. Questo obbligo viene assolto tramite la pubblicazione mensile della quota del fondo su almeno un quotidiano nazionale e tramite la consegna al sottoscrittore del prospetto informativo.¹²

Come qualsiasi prodotto, anche i fondi di investimento hanno un costo, rappresentato dalla somma di varie sotto-voci quali le commissioni di ingresso (quando esistono) a carico dei sottoscrittori e da quelle di gestione (sempre presenti) prelevate dal fondo. Qualche fondo presenta anche delle commissioni di rimborso (a carico dei sottoscrittori) e molti, commissioni di incentivo (prelevate dal patrimonio del fondo) che vengono applicate quando il rendimento del fondo supera una certa soglia.

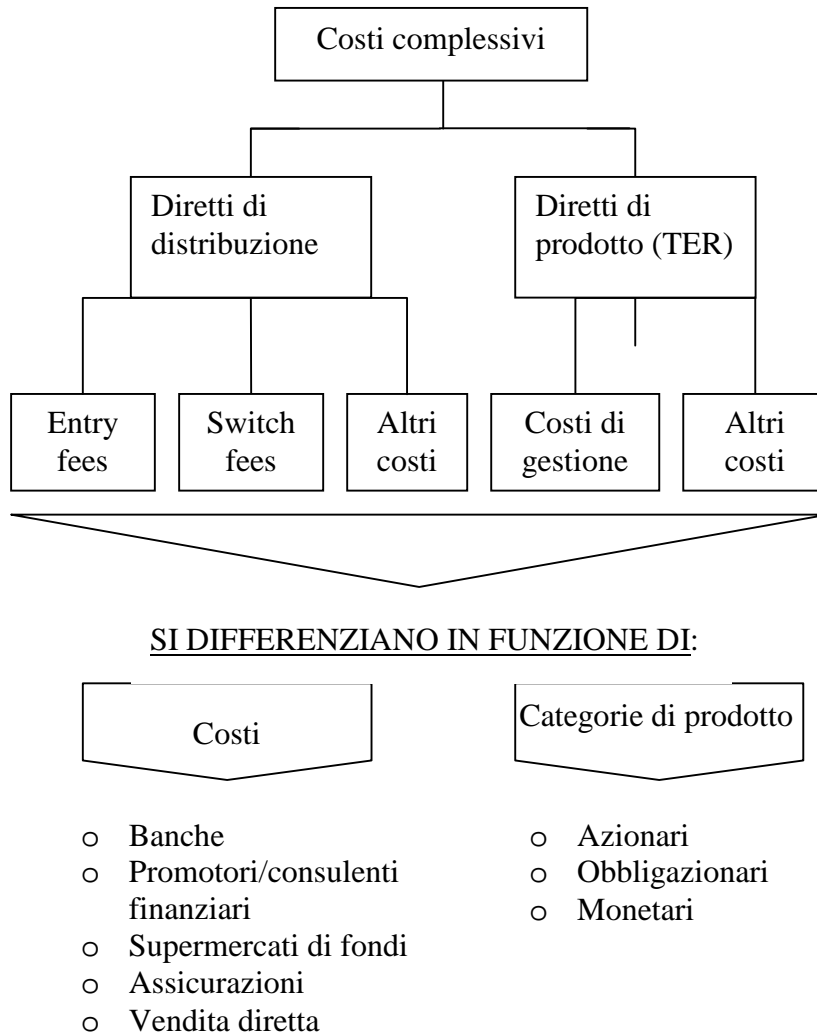
Il fatto che un certo fondo sia più costoso non comporta un maggior valore aggiunto nella gestione, anzi i costi rendono più difficile il lavoro di gestione perché “alzano” il rendimento atteso che questi deve generare per ottenere performance superiori al benchmark.

Le ricerche empiriche¹³ sul comportamento dei sottoscrittori dei fondi hanno messo in luce che i costi non sono un elemento determinante nella scelta del fondo. Questa evidenza, per certi aspetti sorprendente può essere spiegata sia dal fatto che il risparmiatore osserva il rendimento che a volte ingloba i costi (nel caso di rendimento netto), a volte li sovrasta al punto da renderli una componente marginale, sia che i costi non sono così immediatamente osservabili. Questo atteggiamento, giustificabile in una certa misura nella seconda parte degli anni Novanta, durante i quali la crescita decisa e costante dei mercati azionari ha fatto conseguire incrementi notevoli, è abbastanza incomprensibile ad oggi, periodo in cui i fondi hanno spesso generato rendimenti negativi.

¹² Per ulteriore approfondimento sul prospetto informativo vedere allegato.

¹³ Banca d'Italia, supplementi al Bollettino Statistico, Indagini campionarie: i bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2004 (anno XVI, numero 7).

Fig. 9 – Suddivisione dei costi complessivi



Nella tabella sottostante (fig.10) è riportata l'incidenza di ciascuna voce di costo sul totale ad eccezione delle commissioni di incentivo che per loro natura non sono presenti al momento della sottoscrizione.

Fig. 10: Incidenza percentuale delle diverse voci sul totale dei costi dei fondi comuni di investimento italiani¹⁴

	GESTIONE	BANCA DEPOSITARIA	ONERI DI INTERMEDIAZIONE	ALTRI
AZIONARI	80,43	4,85	13,14	1,58
LIQUIDITA'	88,29	11,19	0,09	0,42
OBBLIGAZIONARI	90,60	8,09	0,62	0,68
TOTALE	83,71	6,49	8,58	1,22

Fonte: ricerca dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, I fondi comuni in Italia, anno 2005

¹⁴ Fonte: ricerca dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, *I fondi comuni di investimento in Italia*

1.4 Conclusioni

Possiamo concludere quindi che la principale ragione di successo del prodotto fondi è il fatto di costituire uno strumento relativamente sicuro (in base alle scelte effettuate), trasparente e accessibile a tutti i risparmiatori. Infatti è prevista non solo la sottoscrizione in un'unica soluzione ma l'investitore può sottoscrivere anche un piano d'accumulo (PAC) che gli consente di ripartire l'investimento versando una quota mensile prestabilita. Inoltre permette di diversificare il proprio investimento in diversi prodotti in modo da ridurre il rischio complessivo.

Non possono però garantire rendimenti netti positivi dato che per loro natura hanno un mercato strettamente legato sia ai rendimenti di Borsa, per quanto riguarda gli azionari, sia legato all'andamento dei tassi di sconto decisi dalle Banche (Europea, Americana, Giapponese,...) per gli obbligazionari. Ecco quindi che dopo uno sviluppo iniziale molto rapido, hanno subito un lieve rallentamento per poi continuare a crescere anche se in modo nettamente inferiore.

Fig.11: Distribuzione del rischio



Ma mentre nel 2001 a farla a padroni erano i fondi azionari, ad oggi sono gli obbligazionari i più richiesti. Questo è accaduto a causa della situazione politica mondiale, resa instabile dai conflitti in Medio Oriente e dal clima di paura legato agli

attacchi terroristici. Tutto ciò ha influenzato largamente i mercati finanziari e di conseguenza i rendimenti e il numero di sottoscrizioni dei fondi.

Nonostante ciò è un mercato con larghi margini di crescita, tenendo conto dei volumi raggiunti nei paesi anglosassoni, che non hanno mai avuto un debito pubblico tale che permettesse l'emissione di Titoli di Stato ad elevato interesse come in Italia.

Per quanto riguarda i costi, la maggior incidenza è rappresentata dalla gestione; inoltre tali commissioni non sono mai trattabili perché contribuiscono a determinare il valore della quota. Mentre le commissioni di ingresso possono essere negoziate (quando esistono e dove è previsto) e possono essere azzerate senza l'aiuto di un consulente (per esempio nei fondi collocati via internet).

Un particolare discorso va fatto per le commissioni di incentivo, oggetto di discussione dato che, teoricamente rispecchiano il più equo criterio di remunerazione e infondono un maggior "stimolo a fare bene" per i gestori con conseguenti vantaggi per i sottoscrittori. Ma i problemi derivano soprattutto dalla scelta del parametro di riferimento, spesso troppo facile da battere o poco significativo. Ma anche la contabilizzazione crea problemi: ci si chiede se anche in caso di perdite pregresse il gestore abbia comunque diritto al premio o se sia tenuto a recuperarle. Infine anche la scelta del periodo di riferimento è spesso di poca trasparenza.

L'effettiva remunerazione dei servizi si distribuisce, a livello europeo, secondo uno studio di Mckinsey¹⁵, nel seguente modo:

- il 70% dei costi complessivi è riferibile ad attività di distribuzione e gestione;
- l'8% remunera le attività amministrative prestate da terzi;
- il 22% remunera la produzione del prodotto fondo;

I costi di distribuzione attraverso i tradizionali canali si aggirano più o meno intorno al 30% dei costi di distribuzione e gestione, mentre sono nettamente più bassi quelli legati ad internet (11%), che appare di gran lunga il canale più economico¹⁵.

Con le dovute precauzioni e in base ai dati forniti da Assogestioni possiamo affermare che, mediamente, l'Italia detiene i costi complessivi superiori rispetto agli altri paesi

¹⁵ Fonte: Milano Finanza, "Investimenti e costi", 10 marzo 2006

Europei. Inoltre sono unicamente i gestori a beneficiare delle economie di scala legate alla crescita, in termini di patrimonio amministrato, registrata negli ultimi anni.

Le ricerche empiriche sul comportamento dei sottoscrittori di fondi hanno messo in luce che i costi non sono un elemento determinante della scelta. Questa evidenza, per certi aspetti sorprendente se paragonata all'acquisto di qualsiasi prodotto, può essere spiegata da un lato dalla circostanza che il risparmiatore osserva il rendimento, che a volte ingloba i costi (rendimento netto), altre li sovrasta al punto da renderli una componente marginale; spesso non sono neppure immediatamente osservabili o chiaramente specificati. Anche per questo i costi non sono ritenuti un elemento determinante della scelta. Questo atteggiamento, in una certa misura giustificabile nella seconda parte degli anni Novanta durante i quali la crescita decisa e costante dei mercati azionari ha fatto conseguire incrementi notevoli, è meno comprensibile negli anni recenti in cui i fondi hanno spesso generato rendimenti negativi.

Da tutto ciò si deduce che un buon consulente finanziario dovrebbe fornire informazioni dettagliate riguardo alla maggiore riduzione dei costi possibile, consigliando l'acquisto di prodotti simili a commissioni inferiori, ma ciò non sempre accade, soprattutto se il consulente spinge i fondi appartenenti alla propria banca o a Sgr legate ad essa.

2 Lo scenario competitivo

2.1 Principali aziende operanti nel mercato

Il mercato italiano dei fondi di investimento, e del risparmio gestito in generale, è caratterizzato dalla centralità del sistema bancario. Negli ultimi anni i maggiori network privati sono stati acquisiti da banche o da compagnie di assicurazioni e contemporaneamente si sono creati dei canali misti di network con promotori bancari o con banche detentrici di una sim. Inoltre le banche, per entrare a far parte anche del mercato on line hanno aperto siti internet o hanno acquisito aziende già operanti in rete, in modo da diffondersi anche sui nuovi canali. Dal 2000 si sono affermate anche nuove realtà che hanno creduto nella futura affermazione dei canali tecnologici e si sono in seguito trasformate in banche dirette (FinecoBank). In seguito anche queste realtà sono state assorbite, per la maggior parte, dagli istituti bancari tradizionali.

Anche la distribuzione è dominata dalle banche che presentano un'offerta rigidamente monomarca impedendo al risparmiatore di poter effettivamente fare una scelta sul prodotto da acquistare. Le banche hanno infatti sfruttato le loro risorse (presenza capillare sul territorio e clienti correntisti) e le forti agevolazioni governative degli anni passati per attuare una sorta di integrazione verticale, assorbendo o fondando sim e sgr per poi spingere in primis i prodotti di queste. Tutto ciò ha creato, un mercato chiuso con forti barriere all'entrata, molto simile ad un sistema di oligopolio. La situazione sembra si stia evolvendo grazie anche all'apertura dei mercati e al conseguente ingresso di aziende estere, ma soprattutto grazie allo sviluppo delle banche e delle sim che operano on line, dato che offrono l'opportunità di scegliere il prodotto migliore grazie all'offerta di una varietà di fondi di diversa provenienza e offrono molte informazioni sui rendimenti con la possibilità a volte di fare confronti tra prodotti simili.

La strada verso un mercato concentrato è ancora lontana, dato che, per quanto riguarda gli oicr aperti, 4 aziende detengono oltre il 54% del patrimonio gestito lordo e queste

sono rappresentate dai maggiori gruppi bancari italiani: San Paolo IMI – banca Fideuram, Unicredito italiano, Banca Intesa, Capitalia - FinecoBank. Queste banche sono anche le più importanti e conosciute a livello nazionale anche perché sono tra le prime ad essere state fondate. Inoltre questi gruppi bancari negli anni hanno inglobato al loro interno piccole realtà bancarie locali o altri gruppi conosciuti¹⁶.

A fine 2006 è stata ufficializzata la grande fusione tra due dei gruppi bancari più importanti:

San Paolo e Banca Intesa. Questa strategia è senza dubbio atta ad accentrare e consolidare maggiormente il potere del sistema bancario in Italia, per far fronte anche alla concorrenza che proviene dall'estero (ABN – Amro ha acquistato la Banca Antonveneta).

Dalle Tabelle sottostanti si nota che il nuovo gruppo bancario detiene circa il 40% del mercato italiano del risparmio gestito e detengono altre 6.000 filiali in tutta Italia, di conseguenza diventa il gruppo più presente nel territorio.

Fig.12: Quota di mercato del gruppo Intesa-San Paolo diviso per i vari settori di attività

SETTORE DI ATTIVITA'	QUOTA DI MERCATO IN ITALIA
Raccolta da clientela	20,4%
Impieghi con clientela	20,2%
Risparmio gestito	39,8%
Banca e Assicurazione	27,5%
Private banking	23,4%
Mutui	19,0%
Credito al consumo	15,4%

Fonte: Documento di Fusione, www.intesasanpaolo.com

¹⁶ Vedi in Appendice A: i maggiori gruppi bancari in Italia.

Fig.13: Quota di mercato coperta dalle filiali del gruppo Intesa-San Paolo divisa per aree geografiche

FILIALI	QUOTA DI MERCATO IN ITALIA
Nord-Ovest	21,4%
Nord-Est	14,7%
Centro	13,1%
Sud e Isole	19,2%
Totale Italia	17,4%

Fonte: Documento di Fusione, www.intesasanpaolo.com

2.2 Forze competitive in gioco

La vasta gamma di prodotti presenti nel mercato e l'andamento crescente del mercato stesso, hanno portato, soprattutto dagli inizi del 2000 a dei cambiamenti sostanziali inerenti allo scenario competitivo. Infatti, l'avvento della moneta unica e il processo di globalizzazione in atto hanno contribuito all'entrata nel mercato italiano di Banche e Sim estere. Queste imprese, dopo aver raggiunto buoni risultati nel paese d'origine hanno allargato il loro bacino d'utenza sfruttando le risorse già esistenti e tentando di avviare delle economie di scala.

Inoltre anche la diffusione di internet, utilizzato come nuovo canale distributivo, ha permesso non solo di abbassare i costi di distribuzione ma ha anche dato la possibilità di velocizzare tutte le procedure di acquisto o di vendita e di eliminare gli intermediari abbattendo ulteriormente i costi.

Internet ha avuto un ruolo molto importante anche per quanto riguarda l'informazione del risparmiatore. Infatti sulla rete sono disponibili siti che offrono gratuitamente informazioni sull'andamento dei fondi, sui rischi e sul loro andamento passato. Questa maggiore conoscenza e informazione a disposizione del cliente, unita alla vasta disponibilità di prodotti presenti nel settore ha costretto le varie sim a differenziarsi dai

concorrenti proponendo servizi aggiuntivi e dando al risparmiatore la possibilità di accedere ai fondi tramite diversi canali a seconda delle esigenze del cliente stesso. Attualmente le strategie competitive di banche e sim si stanno avvicinando molto a quelle di qualsiasi azienda che produce beni di largo consumo; stanno puntando infatti molto sulla comunicazione pubblicitaria (anche se regolata e supervisionata dalla Consob)¹⁷. Ad intraprendere questa strada sono stati i principali gruppi bancari, inizialmente, che puntarono soprattutto sulla carta stampata utilizzando riviste specializzate e indirizzando il messaggio principalmente verso gli addetti ai lavori. Una importante campagna pubblicitaria fu quella promossa da Unicredit apparsa sui quotidiani economici (vedi fig. 14), dove appare chiara l'intenzione di promuovere il band equity ponendo l'attenzione sul cliente e sulle sue necessità. Lo stile appare molto minimalista, ma chiaro e ben comprensibile in modo da sottolineare ancora di più l'importanza delle richieste del cliente che vengono prima di tutto, anche del marchio stesso che appare in misura ridotta a fondo.

In seguito l'attenzione degli istituti bancari si è spostata verso il grande pubblico attraverso l'utilizzo di spot televisivi, affissioni, presenza sui quotidiani nazionali e anche sui settimanali generici.

Fig.14: Pubblicità banca Unicredito

**PER I MIEI INVESTIMENTI,
ASCOLTO UN CONSULENTE SOLO SE
MI ASCOLTA PRIMA LUI.**

METODO FIRST.

- Analisi dei tuoi obiettivi, per offrirti soluzioni personalizzate.
- Valutazione dell'efficienza dei tuoi investimenti, per massimizzare il rendimento in base al tuo profilo di rischio.
- Incontri periodici con il tuo consulente, per verificare i risultati e la coerenza delle scelte fatte.

Vieni a scoprire Metodo First nelle nostre Agenzie.
www.unicreditbanca.it | 800.32.32.85

UniCredit Banca
Pensa e costruisce.

Come nella maggior parte dei mercati, anche in quello dei fondi si sta facendo sempre più accanita la concorrenza tra le imprese presenti nel settore. Dato che l'ambiente è dominato da un ristretto gruppo di società leader e dato che, come visto in precedenza, il prezzo non viene percepito come una variabile determinante nella scelta del fondo, si

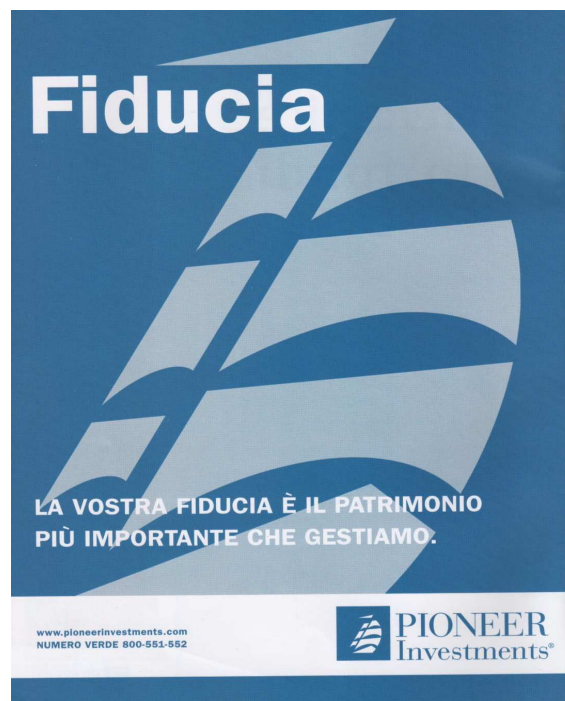
¹⁷ Vedi Appendice

cerca di acquisire un vantaggio competitivo soprattutto sviluppando i servizi che sono legati al prodotto e cercando di creare un brand riconoscibile e farlo diventare sinonimo di affidabilità. Ecco quindi che le campagne pubblicitarie, inizialmente legate alla promozione del prodotto fondo di investimento, adesso sono mirate a creare la conoscenza e la reputazione della marca.

2.3 Il valore della marca

Da un sondaggio de Il Sole 24 Ore, anche per quanto riguarda il mercato del risparmio gestito è emerso che, secondo la maggior parte delle persone intervistate, i prodotti con valutazione più alta e più riconosciuti tendono ad essere quelli associati a marchi molto forti. Un esempio è dato dai Pioneer Investments collocati dal Gruppo Unicredito Italiano; il loro logo e la pubblicità vengono richiamati alla memoria di molti grazie alla campagna pubblicitaria massiccia effettuata nel 2004 (fig.15).

Fig. 15: Pubblicità Pioneer Investment



Fonte: "Sette" – inserto del Corriere della Sera, marzo 2004

L'immagine di una barca a vela stilizzata in uno sfondo azzurro ha richiamato senza dubbio l'attenzione dei clienti, anche se in primo piano compare la parola "fiducia", segno che anche il prodotto fondo spinge sulla fiducia come fattore chiave nella scelta. Nonostante siano passati circa due anni, è proprio Pioneer il prodotto più ricordato dai partecipanti al sondaggio e risulta anche la marca di fondi più richiesta dai risparmiatori che si apprestano ad effettuare il loro primo investimento in fondi.¹⁸

Molto spesso però non sono i fondi o le sgr ad essere conosciuti, ma viene sfruttato il nome della banca proprietaria, perché trattandosi di un prodotto d'investimento è fondamentale il rapporto con l'intermediario (spesso rappresentato dalla banca). Per questo motivo, spesso, il prodotto viene associato ad un marchio dal forte valore reputazionale, fondato sulla fiducia trasmessa al risparmiatore. Infatti, come è logico aspettarsi, prima di affidare i propri risparmi ad un gestore, soprattutto se le informazioni a disposizione non sono molte, bisogna aver creato un rapporto di fiducia. Inoltre questo modo di procedere porta a concentrare gli sforzi sul ricordo del marchio principale, operazione meno costosa rispetto a quella di promuovere un nuovo marchio ex-novo.

Quindi la strategia più utilizzata di recente non è tanto quella di promuovere i fondi tramite la comunicazione pubblicitaria, ma risulta essere quella legata alla creazione della fedeltà alla marca e quindi si punta ad incrementare il potere di mercato in ambito finanziario e ciò si ripercuote in tutti i settori connessi compreso quello del risparmio gestito. Lo sforzo è concentrato sulla promozione del marchio del collocatore (che spesso è anche il proprietario della sgr che gestisce il prodotto), sul suo ricordo e sul suo riconoscimento. In seguito questo brand "forte" viene affiancato dal nome del fondo di investimento proposto al risparmiatore.

Questa strategia presuppone il fatto che l'investire in fondi sia ancora strettamente legato alla banca nella quale viene sottoscritto un conto corrente, ancora necessario nella maggior parte dei casi, per investire e infatti risulta il canale preferenziale di distribuzione del prodotto fondo. In rete però si stanno diffondendo dei portali per l'investimento on line che non necessitano di nessuna sottoscrizione di conti correnti (Fundstore), quindi il risparmiatore non è più vincolato in nessun modo con il collocatore e si trova quindi più libero di scegliere. Naturalmente tale proposta viene

¹⁸ Indagine Assosim, dicembre 2004.

effettuata sono via internet ed è conosciuta dagli addetti ai lavori o da investitori molto evoluti che rappresentano ancora una nicchia, ecco quindi che il potere della banca collocatrice rimane comunque molto forte.

3 La distribuzione

Il collocamento delle quote di fondi comuni può essere effettuato:

- da parte di **sportelli bancari** (le banche collocatrici possono anche essere estranee al gruppo di appartenenza della Sgr promotrice e legate ad essa unicamente da accordi commerciali). Attualmente circa il 75 – 80% del patrimonio dei fondi proviene da questo canale distributivo;
- tramite **reti di vendita**, composte da una struttura di promotori finanziari che hanno il compito di vendere le quote ai potenziali clienti, mantenere i contatti con i sottoscrittori potenziali, stimolare nuove sottoscrizioni e, in generale, fornire una consulenza specializzata ai partecipanti;
- direttamente dalla **Sgr**, presso la propria sede. E' il canale quantitativamente meno rilevante, ma l'ammontare medio delle singole sottoscrizioni è più elevato che negli altri;
- mediante tecniche di comunicazione a distanza, in particolare **internet**;
- **In forma mista.**

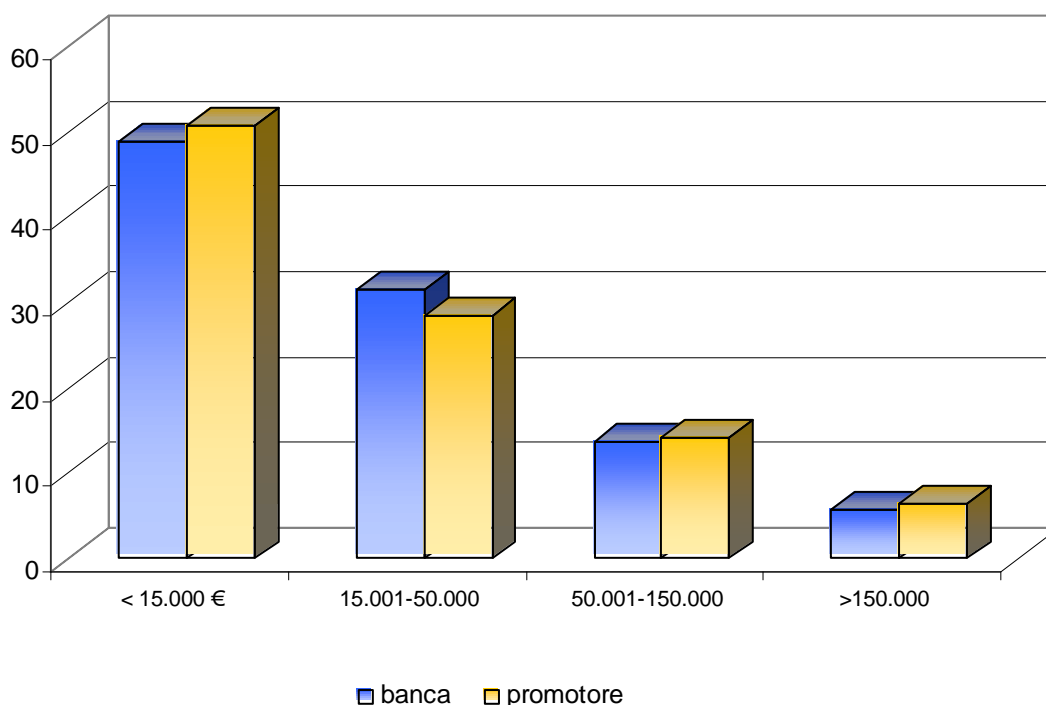
3.1 I soggetti incaricati della distribuzione

I principali soggetti incaricati della distribuzione sono quindi, come detto in precedenza gli sportellisti bancari e i promotori finanziari. Le banche svolgono la funzione di raccolta del risparmio in maniera diretta o indiretta (attraverso il collocamento di prodotti di risparmio tra cui gli Oicr e le gestioni patrimoniali).

Il promotore finanziario è una figura relativamente giovane (1991) che opera nel settore dell'intermediazione mobiliare, introdotta sia per estendere il ruolo della banca presso l'utenza che non deve più recarsi fisicamente presso lo sportello della propria banca per effettuare degli investimenti, sia per creare un canale di distribuzione di prodotti/servizi finanziari alternativo allo sportello di banca. Svolge quindi l'attività "fuori sede" e ciò

risulta essere importante perché è l'unico intermediario che rappresenta un'estensione delle banche/Sim verso la clientela. Rappresenta quindi sia un nuovo modo di promuovere e collocare valori mobiliari, sia un nuovo canale per la raccolta che va a mettersi in competizione con il tradizionale sportello bancario.

Fig.16: Percentuale di sottoscrittori per canale di vendita e investimento medio effettuato



Fonte: Assogestioni, Fact Book 2005

Dal grafico di Fig. 16 si nota che i fondi collocati tramite promotori finanziari sono quelli più numerosi tranne per quanto riguarda quelli medio-bassi, dai 15 ai 50 mila euro, nei quali la banca ha ancora un ruolo predominante.

3.2 Intermediari informativi

Spesso la relazione tra gli intermediari finanziari e gli investitori è affetta da problemi di asimmetria informativa. Infatti la scarsa cultura finanziaria della maggior parte degli investitori (la quasi totalità dei clienti retail) contribuisce ad aumentare le problematiche inerenti l'affidabilità delle informazioni resa dagli intermediari e di conseguenza aumenta l'incertezza a riguardo della qualità dei servizi offerti. Diventano quindi necessarie la chiarezza la chiarezza e la trasparenza informativa nei riguardi degli investitori. Si fa strada quindi una nuova figura definita come intermediario informativo che svolge un ruolo di trait-d'union tra società emittenti e investitori privati. La presenza dell'intermediazione di informazioni economico-finanziarie contribuisce a rendere nota la Sgr ai risparmiatori e dall'altra parte ha il ruolo di rendere più trasparente il mercato, comparando le informazioni provenienti da fonti diverse a danno degli operatori che ne fanno un uso non corretto. Gli intermediari informativi svolgono la funzione di raccolta di dati su diverse aziende e di distribuzione di informazioni elaborate e specifiche per qualsiasi categoria di clienti.

Questa figura è strettamente legata al web, canale che garantisce la tempestività, cioè la possibilità di fornire informazioni aggiornate e di avere risposte e pareri immediati.

La direzione che hanno intrapreso i collocatori e le Sgr stesse è quella di creare un giusto mix d'informazione e servizio. Tale scelta però può far cadere in un disservizio (information overload). In questo modo, tramite l'apertura di siti internet che forniscono informazioni si possono attrarre due diversi target di internauti: coloro che ricercano informazioni e coloro che sono interessati alla sottoscrizione di fondi. Un esempio è dato da FinecoBank che con circa 300.000 visitatori nell'ultimo mese è presentato come il giusto connubio tra informazione e servizi di sottoscrizione.

3.3 I conflitti d'interesse

Come è lecito aspettarsi il principale criterio-guida dell'intermediario dovrebbe essere il perseguimento degli interessi dell'investitore. Per far sì che ciò accada realmente sono state varate delle norme che riducano al minimo il rischio di conflitti di interesse, soprattutto per quanto riguarda le Sgr. Infatti le Sgr devono adottare procedure interne che evitino il verificarsi di scambi di informazioni con altre società del gruppo con compiti di negoziazione, collocamento, consulenza alle altre imprese e servizi connessi all'emissione di strumenti finanziari. In Italia dove le grandi banche controllano oltre l'80% del mercato dell'asset management, ci sono diverse aree di potenziale rischio di danneggiamento degli interessi dei clienti: per esempio, l'esercizio dei poteri amministrativi (come la presenza, il comportamento e il voto nelle assemblee, la nomina degli amministratori) nelle società partecipate o la stessa selezione degli investimenti in modo più conforme agli interessi delle capogruppo che le hanno finanziate o delle quali anch'esse possiedono quote, che non a quelli dei sottoscrittori.

Le associazioni dei gestori (in Italia Assogestioni) hanno voluto rafforzare le previsioni normative con un'autodisciplina ad hoc sulla base degli standard internazionali, infatti, soprattutto in seguito a scandali avvenuti negli Stati Uniti vengono imposti membri indipendenti nei consigli delle società di gestione.

Un'altra area di potenziale danneggiamento degli interessi dei sottoscrittori è quella dei conflitti di interesse tra società di gestione e broker appartenenti allo stesso gruppo e delle negoziazioni con altri intermediari. Infatti i gestori di fondi comuni solitamente tendono a servirsi dei servizi di negoziazione della banca o della Sim del gruppo. Quindi rimangono in casa le elevate commissioni di negoziazione che spesso potrebbero non essere i più bassi disponibili sul mercato. Non solo, i report sui titoli forniti dai broker di casa ai risparmiatori potrebbero essere meno accurati e completi di quelli preparati da intermediari che lavorano in concorrenza.

Per quanto, sia il regolamento imposto dalla Consob che le norme dettate dalla Banca d'Italia per le questioni di propria competenza cerchino di vigilare su tale gestione, viene imposto anche agli intermediari di vigilare sulla questione.

3.4 Osservazioni

A inizio 2006 più del 68% dei fondi comuni di investimento risulta collocato attraverso il sistema distributivo bancario¹⁹. Dato alquanto elevato, ma in calo del 4% rispetto a quanto registrato a inizio 2005. Il collocamento tramite reti, cioè attraverso promotori finanziari indipendenti o Sim è in netta crescita sia in termini di sottoscrizione che di valore detenuto. Il sistema bancario è comunque ancora preponderante in tutta Italia, ma si osservano regioni come il Trentino Alto Adige che registra il valore più elevato per quanto riguarda la distribuzione tramite reti di vendita (oltre il 45%), dato assai logico se si tiene conto della conformazione geografica del territorio e della conseguente difficoltà di recarsi presso uno sportello bancario.

Per quanto riguarda l'ammontare medio investito dai sottoscrittori che hanno preferito gli sportelli bancari a inizio 2006 sono circa 36.000 € valore intorno a cui si aggirano gli investimenti medi attraverso reti. Rispetto al 2005 l'ammontare medio investito tramite sportello ha avuto una diminuzione di circa 4.000 € pro capite, mentre è inalterato quello investito tramite reti.

Naturalmente la clientela media che si affida ai diversi canali è differente:

- per **età**: le reti, rispetto alla banca, hanno una clientela più giovane;
- per **patrimonio investito**: le reti hanno una clientela concentrata principalmente su tipologie di investimenti piccolo-media (inferiore ai 15.000 €) e grande (più di 150.000 €). Prediligono invece le banche coloro che sottoscrivono investimenti medi;
- la **propensione al rischio/rendimento**: il 38% della clientela delle reti ha una propensione al rischio alta (predilige i fondi azionari), il 41% media (predilige i fondi obbligazionari) e il 21% bassa (si affida ai fondi liquidità). Per quanto riguarda la clientela bancaria, si ha una propensione al rischio media per il 57%, il 31% bassa e solo il 12% alta.

Questa distinzione si rispecchia anche nella diversa scelta di collocazione dei propri risparmi, infatti a inizio 2006 i clienti del canale bancario detengono il 29% del loro

¹⁹ Fonte: Banca d'Italia, dicembre 2006

patrimonio in fondi azionari, mentre quelli che si sono affidati alle reti di vendita detengono in fondi azionari ben il 48%.

Da quanto emerso possiamo dedurre che la distribuzione tramite reti sta riscontrando sempre più il favore degli investitori più giovani, più aperti ai cambiamenti e attraverso di essa passano i flussi di denaro più cospicui. A determinare questa situazione non è stata solo la possibilità di poter investire da casa o avere più informazioni, ma soprattutto la possibilità di poter scegliere dall'intera gamma di prodotti presenti nel mercato e non essere vincolati dall'offerta di fondi emessi dalla Sgr della banca stessa. Infatti gli investitori si ritrovano spesso ad essere soggetti passivi dell'attività di collegamento delle banche e quasi sempre sono disposti ad accettare i prodotti a scatola chiusa.

Le banche, diventate protagoniste del mercato del risparmio gestito, hanno sfruttato questa posizione dominante, non tanto per orientare e favorire le scelte dei propri clienti, ma per collocare i più remunerativi prodotti di investimento del proprio gruppo.

Anche i promotori però possono guidare i risparmiatori verso scelte non sempre adeguate alle loro esigenze, perché spesso si nascondono dietro il loro operato degli obiettivi aziendali di vendita da raggiungere su determinati prodotti finanziari.

Rimane il canale internet, attraverso il quale c'è la possibilità di eliminare ogni tipo di intermediario, ma anche questo nasconde delle insidie. Il cliente è libero, ma anche solo di fronte alle scelte da effettuare e ciò presuppone il fatto che alle spalle abbia una formazione e una competenza personali abbastanza elevate. Inoltre, essendo un canale libero, il web presenta molte insidie che frenano il decollo di questo mezzo in ambito di risparmio gestito, prima fra tutte la sicurezza di codici e dati personali e la vulnerabilità di fronte a frodi. E' evidente inoltre che, alla luce della possibilità che chiunque possa diffondere notizie in rete, questo canale distributivo se da un lato offre ulteriori opportunità di crescita dell'industria del risparmio gestito, dall'altro pone dei problemi inerenti la trasparenza e la tutela dell'investitore e necessita quindi di una maggiore attenzione.

Sta ai clienti quindi esigere da qualsiasi intermediario una consulenza più adeguata, in quanto, anche quando egli delega le scelte alla fine le conseguenze delle stesse in termini di rischio e rendimento ricadono su di lui.

3.5 Conclusioni

Lo sportello bancario costituisce il canale distributivo più tradizionale e tutt'oggi più utilizzato; con questo termine generico si identificano svariate entità operative (sedi, filiali, succursali, agenzie...). Attraverso lo sportello, la banca istaura con il proprio cliente un rapporto interattivo che permette, da un lato, di comunicare al pubblico una serie di informazioni relative ai servizi offerti, all'affidabilità dell'istituto e dall'altro di avere un feed back diretto e poter raccogliere informazioni sui bisogni della clientela e instaurare un rapporto di fiducia cruciale per quanto riguarda l'investimento in fondi, soprattutto per risparmiatori non molto informati. L'impiegato bancario può quindi sfruttare la sua posizione guidando il cliente verso i fondi prodotti dalla banca stessa o verso soluzioni vantaggiose più per la banca che per il cliente stesso. Questa situazione crea una zona di chiaro-scuro nel rapporto tra banca e risparmiatore. Infatti quanto il risparmiatore può "fidarsi" della sua banca? In presenza di una scarsa cultura finanziaria come può essere certo che la scelta effettuata sia la più adeguata alle sue esigenze? Senza dubbio il canale bancario è quello nel quale il *gap* informativo col cliente è più marcato, ma spesso tale situazione non è totalmente compresa dal cliente che continua a preferire l'istituto bancario considerandolo sinonimo di affidabilità e rimanendo legato alla tradizionale distribuzione a cui si è sempre affidato. Questa preferenza è stata riscontrata principalmente nei risparmiatori di età superiore ai 65 anni, ignari o quasi del canale internet e diffidenti verso i promotori finanziari. Per i più giovani e per i risparmiatori culturalmente più evoluti la preferenza va agli investimenti sul web e tramite il supporto dei promotori. I diversi canali però tendono a coesistere in aziende che hanno adottato strategie di distribuzione mista, come banche che si avvalgono di promotori e che sono presenti anche in rete. Tuttavia chi preferisce internet per sottoscrivere fondi si rivolge principalmente a sgr o banche virtuali presenti solo nel web.

La funzione distributiva delle banche può essere considerata anche uno svantaggio in quanto legata a minori profitti sui titoli e costi elevati di gestione della rete di sportelli che in alcune aree geografiche del paese può sfociare in una situazione di *overbranching*²⁰. Occorre, quindi, che ciascun canale distributivo assuma un proprio

²⁰ Sovraffollamento di sportelli bancari rispetto alla clientela e al risparmio gestito.

ruolo e l'intero assetto della distribuzione sia disegnato con una chiara strategia sottostante, che eviti il processo di cannibalizzazione.

Per quanto riguarda il canale Internet, nonostante possa fornire delle opportunità di scelta e di autonomia di gestione del proprio portafoglio fondi e nonostante permetta di avere il controllo in tempo reale e in ogni luogo dell'andamento delle quote, continua ad avere alcune difficoltà di affermazione. Le sottoscrizioni on line si diffonderanno una volta che verranno superate alcune barriere come l'alfabetizzazione informatica, ma soprattutto come la riluttanza a fidarsi di ciò che non è materialmente visibile che rappresenta uno degli elementi di principale freno. Ciò sarà superato grazie al ricambio generazionale e alla continua ricerca di soluzioni tali da ridurre il livello di conoscenze necessarie per accedere all'offerta in rete e alle nuove tecnologie atte a salvaguardare la sicurezza dell'investitore.

4 I prodotti sostitutivi

Come già detto in precedenza i fondi di investimento sono prodotti finanziari alquanto recenti, sviluppatasi soprattutto negli anni Novanta. Infatti il risparmio delle famiglie italiane è stato per molto tempo indirizzato in gran parte all'acquisto di titoli di stato, con un forte ritardo nel ricorso ad altre forme di investimento, se confrontato con i paesi che hanno analoga situazione come struttura industriale e produttiva.

Bot, Cct e Btp hanno assorbito gran parte del reddito risparmiato fino a quando, per una serie di fattori come il miglioramento dei conti pubblici, al quale è seguita una riduzione dei tassi di interesse, notevoli modifiche al sistema bancario e una maggiore attenzione dei risparmiatori, hanno portato a ricorrere a forme di investimento alternative e più avanzate. Di conseguenza è avvenuto il passaggio da depositi e titoli di stato, ad azioni obbligazioni e Oicr. Attualmente, infatti, per un risparmiatore si aprono diverse scelte presso le quali allocare i propri capitali, ognuna delle quali risulta più o meno vantaggiosa a seconda delle aspettative e delle esigenze dell'investitore stesso.

4.1 Azioni e Obbligazioni

Le **azioni** sono titoli che conferiscono al loro possessore la qualità di azionista della società che le ha emesse. Esse possono costituire per la società emittente che si quota in Borsa in modo per reperire liquidità sul mercato dei capitali senza dover ricorrere ad onerosi finanziamenti (quali prestiti bancari) che implicano il pagamento di interessi. Per i risparmiatori le azioni sono una delle forme di investimento più diffuse in quanto, in momenti di mercato favorevoli, possono consentire di ottenere profitti elevati. Quando invece i mercati si muovono in modo avverso e non si adottano strategie di copertura delle perdite possono essere anche molto consistenti. Per questo motivo

l'investimento azionario richiede ottima conoscenza dei mercati finanziari, oltre che a una propensione al rischio elevata e informazioni riguardo gli strumenti di analisi utili per le scelte dell'investimento. Esistono infatti varie tipologie di azioni: le azioni ordinarie, le azioni di risparmio, le azioni privilegiate.

Le **obbligazioni** sono invece titoli rappresentativi di un rapporto di credito tra un emittente (debitore) e un investitore (creditore). Possono essere emesse da società, Stati, enti, ecc., per raccogliere fondi presso il pubblico di risparmiatori per un periodo di tempo predefinito a ad uno specifico tasso di interesse. Anche a questi titoli però è legato un rischio di credito (denominato rischio di controparte o di insolvenza), ovvero riguarda il rischio che la controparte in posizione debitoria non faccia fronte interamente e nei tempi stabiliti ai propri impegni contrattuali quali il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale. Le obbligazioni emesse dal settore pubblico di Paesi finanziariamente solidi presentano rischi minimi per il detentore dal momento che si presume che tale operatore non possa fallire. Le obbligazioni emesse da imprese private o da Governi di paesi finanziariamente deboli presentano invece un rischio di credito legato alla possibile insolvenza del debitore che può prendere la forma di ritardi nel pagamento delle cedole o addirittura di una cancellazione delle cedole e nella mancata restituzione del capitale iniziale di prestito.

Più è elevato il rischio di credito, maggiore deve essere il rendimento offerto dai titoli al fine di attrarre gli investitori.

Anche per le obbligazioni l'offerta è abbastanza ampia e il prodotto può essere suddiviso per emittente (titoli di Stato, enti Sopranazionali, enti Locali, obbligazioni societarie); per mercato di negoziazione (domestiche, global, Euro-obbligazioni) e per struttura (plain vanilla, zero-coupon, strutturate).

Il loro limite rispetto ai fondi comuni di investimento è quello che devono essere sottoscritte singolarmente, mentre con un fondo si ha la possibilità di creare un paniere ideale e quindi diversificare maggiormente il proprio investimento. Inoltre l'investimento iniziale è, mediamente, più elevato rispetto a quello dei fondi.

4.2 I titoli di Stato

I titoli di Stato sono obbligazioni emesse dallo Stato per finanziare le proprie attività istituzionali; con la sottoscrizione pubblica di questi titoli lo Stato percepisce capitale di debito. I titoli di Stato si distinguono in titoli a breve, medio e lungo termine a seconda della data di rimborso del capitale e titoli di debito consolidato per i quali non è fissata in sede di emissione la data di rimborso. Tra i titoli di Stato Italiani troviamo i **Bot** (**Buoni Ordinari del Tesoro**), **Ctz** (**Certificati del Tesoro Zero coupon**), **Bpt** (**Buoni Poliennali del Tesoro**), **Cct** (**Certificati di Credito del Tesoro**), **Btp – Euro – i** (**Buoni del Tesoro Poliennali Indicizzati all’Inflazione Europea**). Questa soluzione, per molto tempo, è stata preferita a qualsiasi altra, dai risparmiatori Italiani in quanto ritenuta quasi priva di rischio e con un soddisfacente tasso di interesse. In seguito ai cambiamenti politico-economici avvenuti alla fine degli anni Novanta i titoli di Stato hanno subito una brusca diminuzione dei propri rendimenti a tal punto da portare i risparmiatori a fare scelte diverse. Di questa migrazione hanno beneficiato molto il mercato obbligazionario e i fondi comuni di investimento.

4.3 I fondi pensione

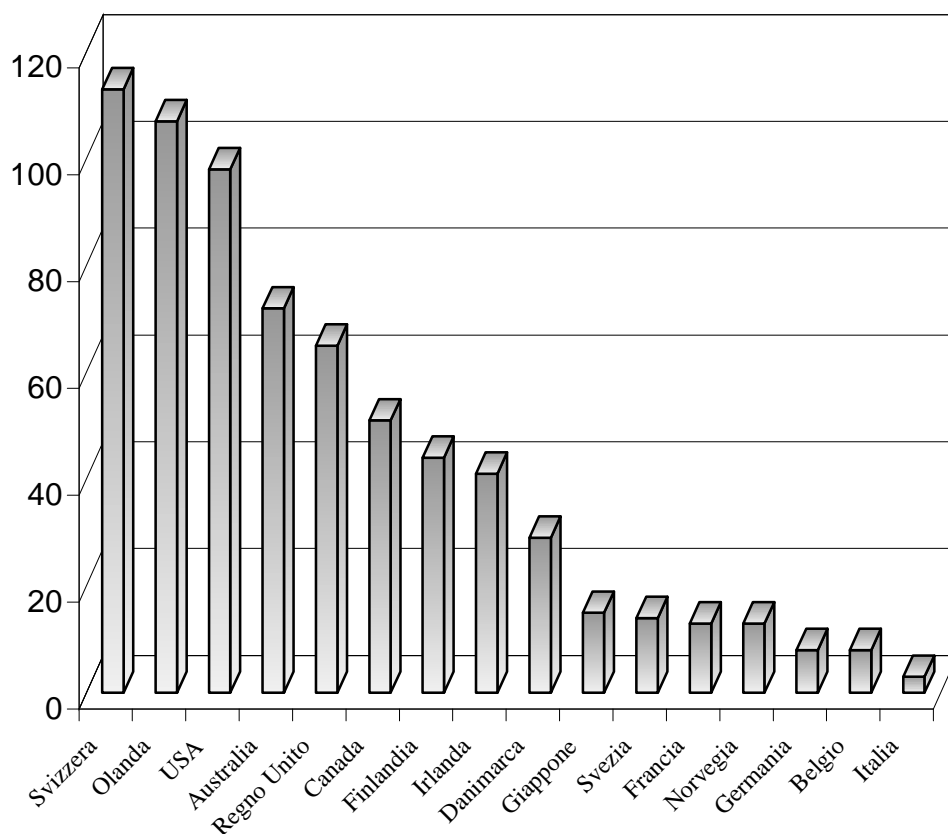
I **fondi pensione** rappresentano, in tutti i paesi evoluti, uno dei principali strumenti di previdenza complementare volontaria. In Italia, si sono imposti soprattutto alla luce della riforma previdenziale avviata nel 2004 dal ministro Maroni, entrata in vigore nel 2007. Tale legge richiede ai lavoratori di fare una scelta sulla destinazione del proprio T.f.r. (Trattamento di Fine Rapporto): o ricevere tutto l’ammontare a fine rapporto di lavoro, o trasferire le somme destinate al tfr in una forma pensionistica complementare. I fondi pensione hanno lo scopo di permettere il mantenimento, al momento di andare in pensione, dello stesso tenore di vita del periodo lavorativo. Permettono infatti di garantire a tutti i lavoratori la possibilità di costruirsi una pensione integrativa, aggiuntiva rispetto a quella offerta dal sistema pubblico.

Al fondo confluiscono le contribuzioni dei lavoratori che vi aderiscono e queste vengono investite in altri strumenti di investimento a breve, medio e lungo termine. E’ quindi uno strumento finanziario in quanto investe le proprie risorse sul mercato

mobiliare. Il mercato dei fondi presenta uno sviluppo ancora modesto in Italia, dove la previdenza complementare si è affacciata da poco, infatti il nostro paese si colloca all'ultimo posto nelle classifiche internazionali per quanto riguarda il numero di sottoscrizioni.

Bisognerà attendere i decreti attuativi della riforma previdenziale, e quindi, dell'assetto della nuova normativa di riferimento, per vedere delle modifiche sostanziali di questo mercato che si mantiene ancora al di sotto del potenziale espresso in altri paesi, come mostra il grafico di fig.17

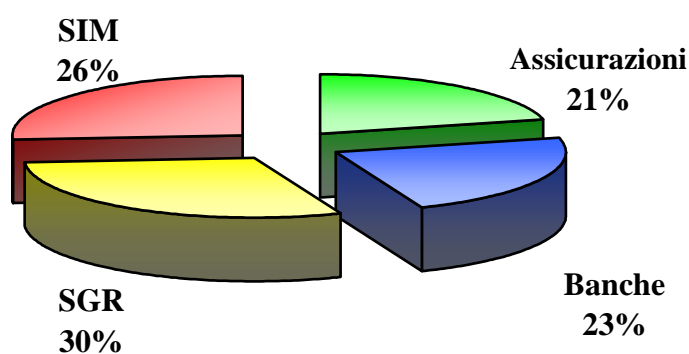
Fig.17: Il peso dei fondi pensione nei Paesi industrializzati (asset in % del Pil - 2005)



Fonte: Assogestioni, 2005

Per quanto riguarda gli istitutori dei fondi pensione, sono le sgr, le sim, le assicurazioni e le banche che si occupano anche della distribuzione, come accade per i fondi comuni

Fig.18: Fondi pensione aperti - canali di raccolta



Fonte: Assogestioni, 2005

4.4 Altre scelte

- *Gestioni Patrimoniali e Private Banking*

Le Gestioni Patrimoniali in titoli (o Gpm, Gestioni Patrimoniali Mobiliari) sono servizi per i quali una banca, una Sgr o una Sim ricevono un mandato da parte di un risparmiatore per gestire un capitale di una certa entità secondo linee guida preconcordate e nel rispetto di un benchmark. Per una Gpm seria occorrono più di 500.000 € di capitale (una cifra inferiore non consente di ottenere una diversificazione sufficiente, a meno che gli strumenti di portafoglio non includano anche Etf e/o fondi comuni) e un orizzonte temporale medio-lungo.

Il punto di forza delle Gpm rispetto ai fondi comuni sta nel rapporto individualizzato e continuo tra cliente e gestore, rapporto che diventa più stretto con il Private Bankin, ovvero la gestione di grandi patrimoni (qualche milione di euro) abbinata a servizi di consulenza fiscale, successoria o immobiliare di gestione. La personalizzazione e il valore aggiunto si pagano in termini di commissioni di gestione. Inoltre ci si deve accontentare anche della rendicontazione trimestrale e poiché si tratta di dati non pubblici è impossibile fare confronti tra gestori.

Diverso è il discorso per il Private Banking: qui il rapporto dovrebbe essere veramente individuale e continuo, con la possibilità di interagire frequentemente con il gestore. Anche nel Private Banking non è possibile confrontare la qualità dei diversi gestori. L'unico confronto possibile nelle gestioni patrimoniali è quello con il benchmark concordato all'inizio del rapporto.

- Polizze vita Unit Linked

Rappresentano un modo di acquistare indirettamente quote di fondi comuni azionari. Si tratta di polizze emesse da compagnie assicurative i cui premi versati, al posto di essere investiti in Titoli di Stato, come nei contratti tradizionali (le cosiddette rivalutabili) sono utilizzati per sottoscrivere quote di fondi comuni e Sicav monetari, obbligazionari e azionari (con un mix che può eventualmente variare nel tempo).

Il rendimento della polizza sarà pertanto dato dalla rivalutazione del fondo (o dei fondi) in cui è stato effettuato l'investimento, al netto delle spese. I fondi sottostanti sono nel 98% dei casi interni alla compagnia e a loro volta possono essere investiti in quote Oicr (tipicamente collegati).

Rispetto ai fondi comuni hanno costi più elevati e spesso non correttamente identificabili. Inoltre, la disciplina sul conflitto di interesse non riesce ad avere un regime sanzionatorio tale da intimidire gli emittenti. In più il contenuto informativo da consegnare al cliente è inferiore rispetto a quello dei prospetti, inoltre le note informative non sono preventivamente controllate dall'Isvap (Istituto per la vigilanza delle assicurazioni private).

- Polizze Index Linked

A differenza delle tradizionali polizze vita in cui i premi sono investiti nei tradizionali titoli di Stato, le prestazioni di questi prodotti sono correlate dall'andamento di uno o più indici delle Borse mondiali o a panieri di azioni.

Sono sottoscrivibili entro una determinata scadenza e il premio deve essere versato in un'unica soluzione; in generale hanno una durata che oscilla tra i cinque e gli otto anni. Alla scadenza del contratto, se l'indice o gli indici di riferimento hanno avuto un andamento positivo, il capitale versato sarà proporzionalmente maggiorato, mentre, in caso contrario, il capitale nominale viene comunque garantito o elevato in base al rendimento minimo previsto.

- E.T.F

Gli Etf (Exchange traded fund) sono titoli rappresentativi di portafogli che replicano particolari indici o panieri di Borsa. Ogni emissione ha l'obiettivo di generare sinteticamente un profilo di rischio/rendimento corrispondente a quello dell'indice sottostante e possono essere negoziati in tempo reale come se fossero azioni qualsiasi, senza attendere i tempi di sottoscrizione e riscatto e possono essere sempre venduti allo scoperto. A ogni Etf corrisponde un portafoglio sottostante che replica la composizione dell'indice di riferimento, amministrato da un intermediario finanziario che funge da emittente (i più attivi sono Société Générale, Barclays, Morgan Stanley, Merrill Lynch). La maggior parte degli Etf non ha scadenza; sono quindi utili strumenti per sfruttare la crescita di lungo periodo dei mercati azionari in modo semplice, trasparente, a costi limitati e con una buona liquidità. A Piazza Affari gli Etf sono quotati dal settembre 2002 sul segmento Mtf del Mercato telematico e a fine 2005 gli erano 28.

Sono prodotti utilizzati soprattutto da investitori eruditi e quindi ancora riservati ad una nicchia di risparmiatori.

4.5 Conclusioni

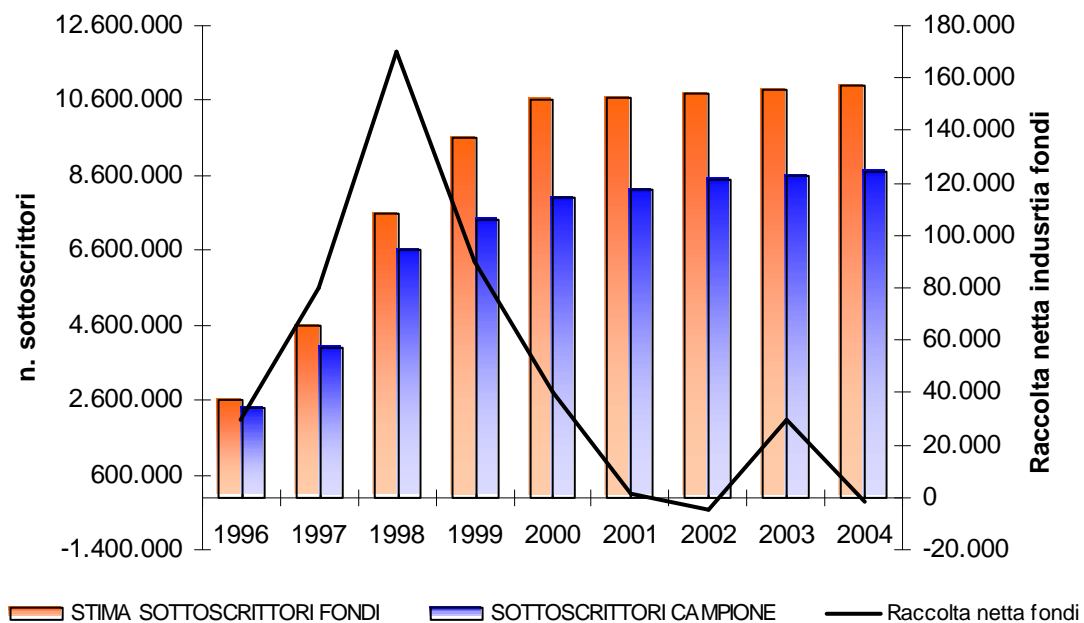
La gamma di prodotti disponibili oltre ai numerosi fondi è molto vasta proprio per andare in contro le esigenze del cliente. Naturalmente la scelta diventa abbastanza difficile e può creare confusione nel risparmiatore meno esperto che si trova a dover fronteggiare una mole di informazioni spesso di difficile comprensione. Inoltre, dato che in Italia la scelta di prodotti sui quali investire ha cominciato ad ampliarsi non molto tempo fa, molti risparmiatori si trovano ancora disorientati e legati ai tradizionali Titoli di Stato, nonostante il rendimento risulti alquanto basso (ultima asta: Bot al 2,20%). Per quanto riguarda i fondi pensione, è ancora presto per esprimere alcuna ipotesi riguardo alla loro futura diffusione, in quanto la riforma deve ancora essere attuata. Altro prodotto emergente senza dubbio è quello degli Etf anche se ci sono alcuni ostacoli che rallentano la loro diffusione: gli investitori istituzionali sono ancora relativamente scarsi in Italia e sono attratti dagli Etf stranieri che costano meno. Inoltre le banche non hanno particolari incentivi a promuovere tale prodotto presso la propria clientela dal momento che i margini di profitto associati alla loro gestione e al loro collocamento sono sensibilmente inferiori rispetto a quelli di un fondo comune, infatti sono ancora molti gli sportelli bancari presso i quali non sono disponibili gli Etf. Naturalmente il prodotto di più semplice utilizzo e comprensione è il fondo comune di investimento che, declinato in tutte le varie categorie proposte da Assogestioni si pone come il prodotto di investimento più sviluppato nel panorama finanziario italiano.

5 La segmentazione del mercato

5.1 I clienti

In Italia oltre il 70% della domanda di risparmio gestito è generata da risparmiatori individuali (mercato retail), che corrisponde a circa 9 milioni di risparmiatori. In media il valore del portafoglio di risorse finanziarie detenute dal singolo si aggira intorno ai 30.000 €. Ad influire sull'ammontare delle risorse da allocare e sulla scelta del prodotto sul quale investire sono le dinamiche legate sia al risparmio che al reddito delle famiglie, aggiunto alle maggiori aspettative di guadagno e ad un miglioramento della cultura finanziaria in generale. L'andamento del patrimonio investito nei fondi sembra non essere correlato con il numero di sottoscrittori, come si nota dal grafico sottostante, perché, come è logico, questo segue l'andamento delle previsioni sui mercati azionari.

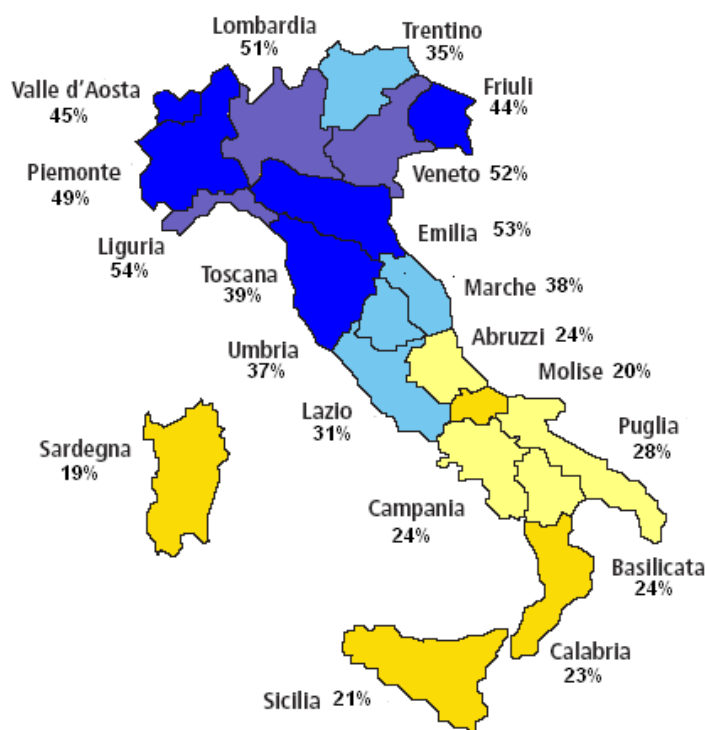
Fig. 19 : Confronto fra raccolta netta di fondi e numero di sottoscrittori



Fonte: Assogestioni, 2005

Infatti si stimano costanti intorno agli 11 milioni gli individui che dal 2000 al 2005 detengono direttamente o indirettamente quote di fondi comuni di investimento aperti di diritto italiano o estero, mentre la raccolta netta ha subito un brusco ridimensionamento dal 1999 in poi. Aumentano quindi i risparmiatori che investono anche piccole somme di denaro; ciò avviene perché è stata ridimensionata la ricchezza disponibile delle famiglie²¹ a causa di diverse fasi congiunturali: l'andamento prima positivo dei mercati finanziari, seguito successivamente da fasi negative, correlate a scandali, ha avuto effetti importanti, spesso negativi sul portafoglio delle famiglie italiane. Inoltre la situazione economica della maggior parte delle famiglie italiane non favorisce l'accumulo di un risparmio cospicuo da poter investire. A livello nazionale la distribuzione del prodotto fondo tra le famiglie a livello locale risulta eterogenea. Infatti al Nord quasi il 51% delle famiglie possiede fondi; tale percentuale va calando al Sud fino ad attestarsi ad essere poco più del 20% nelle Isole. La situazione rispecchia più o meno la distribuzione geografica del reddito in Italia.

Fig. 20: Percentuale di famiglie che possiedono quote di fondi comuni di investimento



Fonte: Assogestioni, 2005

²¹ Si ipotizza, in questo caso, che ogni sottoscrittore sia rappresentativo di un nucleo familiare.

Tale situazione è diretta conseguenza della diversa situazione che permane tra Meridione e Settentrione. Infatti la presenza di industrie e il minor tasso di disoccupazione presenti al Nord ha permesso anche a lavoratori dipendenti con un reddito medio di poter risparmiare somme da investire. Inoltre al Sud si è notata la preferenza verso i depositi postali, scelti soprattutto da pensionati e da coloro che hanno un titolo di studio basso.

Per quanto riguarda l'età media del sottoscrittore italiano si attesta intorno ai 53,7 anni, in crescita rispetto all'anno precedente. Ad influire sull'innalzamento dell'età è stato l'aumento dei sottoscrittori con età superiore ai 65 anni e l'incremento del grado di invecchiamento della popolazione. Tale dato però risulta allineato con l'età media dei percettori di reddito all'interno della famiglia italiana²², che risultano essere per la maggior parte maschi. Anche per quanto riguarda i fondi, sono gli uomini a detenere circa il 62% del patrimonio investito e risultano essere di età inferiore, in media, rispetto alle donne e con una maggiore propensione al rischio.

Dai dati raccolti risulta che sono gli impiegati²³ (52,3%) la categoria che detiene più fondi con un ammontare medio di 33.000 € di investimento. Nella media Italiana gli impiegati hanno un reddito medio di circa 31.000 €, quindi non particolarmente alto rispetto a quello delle altre professioni, che però investono mediamente ben oltre il 48% del loro reddito in fondi. Inoltre il numero di sottoscrittori che detiene un solo fondo è in crescita dell'1,5% rispetto al 2005 e rappresentano ben il 60% di tutti i risparmiatori; in termini di patrimonio però detengono appena il 40%²⁴.

Nel 1996 oltre il 75% dei sottoscrittori deteneva un solo fondo, negli anni successivi tale quota è diminuita raggiungendo nel 2000 il 48%. Successivamente agli eventi accaduti nel 2001 che hanno comportato una perdita di fiducia in generale, il valore ha cominciato ad aumentare fino ad attestarsi all'attuale 60%. L'inversione di tendenza può essere dovuta anche alla diminuzione di risorse da investire, infatti ad oggi il 53% dei risparmiatori che hanno scelto i fondi hanno investito importi inferiori ai 15.000 €, mentre abbiamo già notato che l'aumento dell'importo da investire è positivamente correlato con l'aumento del numero di fondi sottoscritti.

²² "I Bilanci delle famiglie italiane anno 2005", supplemento al Bollettino Statistico (nuova serie), n. 12, Banca d'Italia, Roma, marzo 2006.

²³ Gli impiegati rappresentano circa il 19% della popolazione attiva totale in Italia.

²⁴ Per i dati completi vedere tav. statistiche in allegato.

Fig. 21: Percentuale di sottoscrittori che investono in un fondo sono alla base della piramide di Pareto²⁵, mentre coloro che detengono più fondi occupano il vertice.

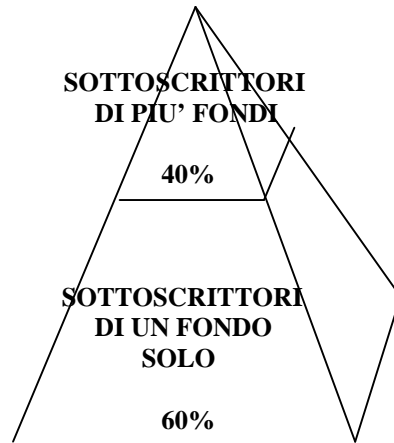
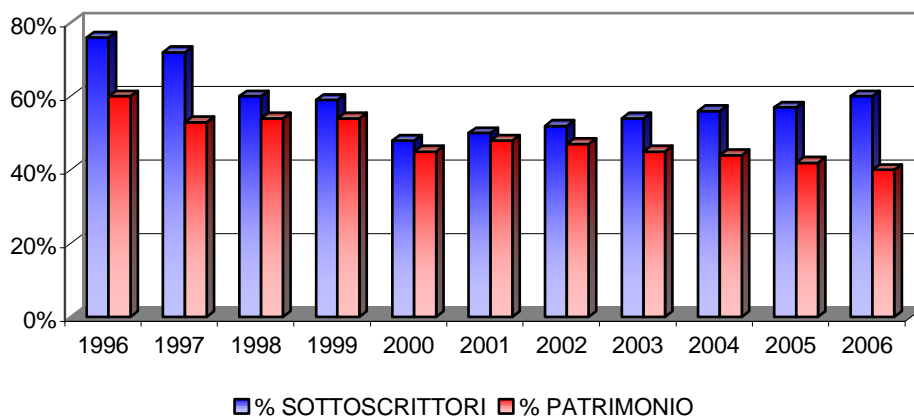


Fig.22: Evoluzione della percentuale di sottoscrittori che detengono un solo fondo in rapporto alla percentuale di patrimonio investito

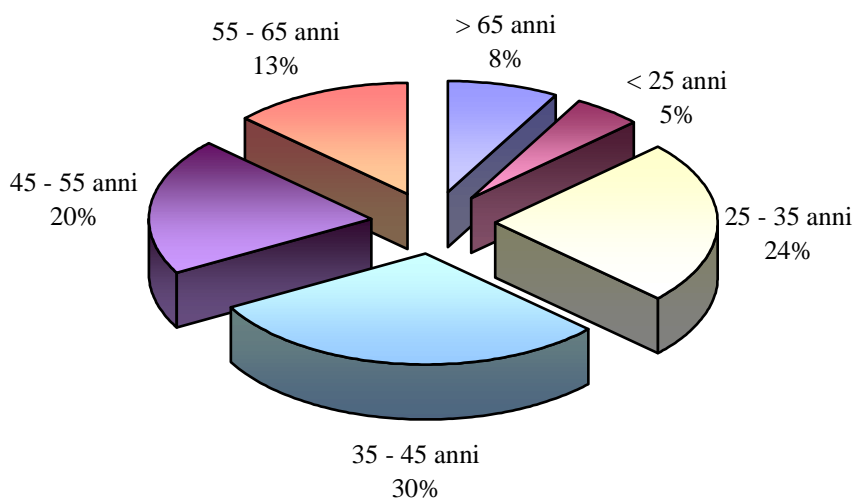


Fonte: Assogestioni, 2005

²⁵ Teoria di Pareto secondo la quale una piccola percentuale di clienti effettua la maggior parte degli acquisti.

Per quanto riguarda la modalità di sottoscrizione notiamo che l'investimento tramite versamenti in un'unica soluzione (PIC) sono utilizzati dall'85% degli investitori, contro l'8,2% di coloro che hanno sottoscritto un Piano di Accumulo (PAC). E' interessante notare però che, ponendo l'attenzione sull'età dei soggetti che hanno sottoscritto un PAC, il 31,4% è rappresentato dai giovani (meno di 35 anni) contro il 14% dei giovani sottoscrittori di PIC. Ciò accade perché, non avendo accantonato capitali sostanziosi, i giovani preferiscono avere la possibilità di poter investire ugualmente in fondi una piccola somma ogni mese, avendo così fin da subito un rendiconto economico. Questa nuova possibilità ha avvicinato molti giovani al mondo del risparmio gestito proponendo un investimento iniziale e poi un contributo minimo anche di 50 € mensili. Prima solo chi possedeva un capitale abbastanza elevato poteva investire in Borsa o in Obbligazioni e ciò era escluso ai giovani.

Fig.23: Suddivisione per età dei sottoscrittori che hanno scelto i PAC



Fonte: Assogestioni, 2005

5.2 Il profilo del cliente medio

Per avere un quadro d'insieme del risparmiatore è stata fatta anche una ricerca basata su un questionario somministrato ad un campione casuale di 1000 clienti all'entrata di quattro filiali appartenenti a diversi gruppi bancari di diverse dimensioni (San Paolo Imi, Banca Intesa, Abn Amro e BCC dell'Alta Padovana) con sede a Padova²⁶.

Il primo dato significativo emerso è che ben il 19% del campione non ha mai sentito parlare di risparmio gestito e oltre il 23% ne ha sentito parlare, ma non sa che cos'è di preciso. Tra coloro che investono in fondi, invece, il 79% afferma che non è pentito della scelta fatta e di questi un buon 70% si ritiene soddisfatto dei rendimenti ottenuti.

Per quanto riguarda l'investimento, oltre il 50% detiene fondi di un solo gestore e oltre il 54% si affida alle banca per allocare i propri risparmi. Ma quasi il 90% degli intervistati non è del tutto soddisfatto dei servizi che riceve, lamentando problemi di chiarezza nella presentazione del prodotto offerto, ma soprattutto una gamma di prodotti ridotta e informazioni sull'andamento delle quote, nel post-acquisto, scarse e poco chiare.

Fig. 24: Dati forniti dal campione riguardanti la soddisfazione del cliente in merito all'intermediario scelto

Esprima il suo giudizio sui servizi offerti dal suo intermediario:		
	soddisfatto	non soddisfatto
trasparenza e chiarezza nel presentare il prodotto	36.5%	63.5%
vasta gamma di prodotti	8.9%	91.1%
competenza e fiducia	59.1%	40.9%
informazione post-acquisto	19.8%	80.2%
aggiornamento puntuale sull'andamento dell'investimento	20.3%	79.7%
consulenza offerta	63.4%	36.6%

²⁶ Questionario e dati raccolti sono presenti in Allegato 3

Un altro problema emerso da tale ricerca è senza dubbio la scarsa cultura finanziaria del campione in esame: oltre il 60% degli intervistati non ha una chiara idea su cosa sia o a cosa serva il Benchmark.

Si può notare che le tendenze emerse in questa rapida e imprecisa analisi di mercato rispecchiano grossomodo le informazioni fornite da ricerche più approfondite e metodiche.

Quindi, dai dati raccolti e analizzati e dalle informazioni diffuse dal sito Assogestioni, emerge un profilo del cliente medio ben delineato:

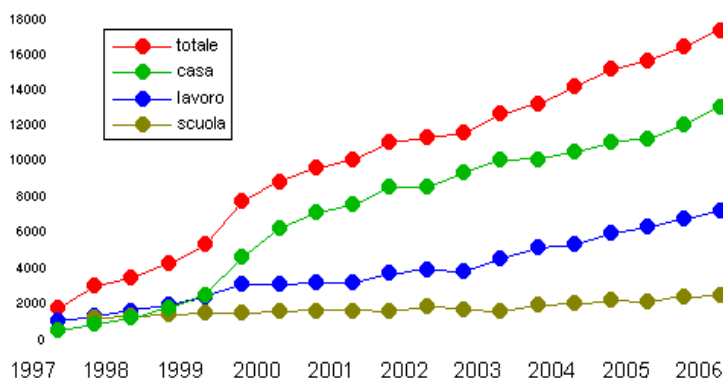
- I sottoscrittori medi sono per la maggior parte **maschi**, di età compresa tra i **55 e i 65 anni**, residenti per lo più al **Nord**, che investono in media **30.000 €**. Per la maggior parte lavorano come **impiegati** e solitamente detengono **solo un fondo**. Hanno una propensione al **rischio medio-bassa** e prediligono quindi i **bilanciati** con una forte componente obbligazionaria soprattutto di **durata medio-breve**.
- I sottoscrittori che investono capitali cospicui sono per lo più **imprenditori e dirigenti** con un titolo di **studio medio-alto**. Prediligono sottoscrizioni in **un'unica soluzione** e detengono un **portafoglio di fondi**. Dai dati diffusi dalla Banca d'Italia è il **Lazio** la regione nella quale risiede la maggior parte dei sottoscrittori che hanno fatto sottoscrizioni superiori ai 150.001 €. Inoltre circa il 35% del patrimonio totale investito in fondi appartiene a investitori con **almeno 65 anni di età**.
- La propensione al rischio risulta inversamente proporzionale all'età: la quota detenuta in fondi obbligazionari aumenta all'aumentare dell'età a discapito degli azionari. Questa situazione è logica infatti sono i gestori stessi che propongono prodotti con rischio più elevato ai più giovani perché hanno più tempo davanti per gestirlo.

5.3 L'utilizzatore di internet

Data l'utilizzo sempre più frequente di internet come intermediario distributivo di servizi finanziari, risulta importante, per avere un quadro generale del cliente analizzare anche il profilo dell'utente internet. In Italia si stimano circa 31.000.000 di clienti attivi (sia home che business), cioè circa il 50% della popolazione e più della metà affermano di connettersi con una frequenza minima settimanale²⁷. Secondo una ricerca del Censis (dati 2005) il 36 % degli italiani dai 14 anni in su dice di usare internet e il 20 % di farlo "almeno due o tre volte alla settimana" – con un notevole aumento rispetto a 20% in totale e 12% uso "abituale" nel 2001. Secondo dati più recenti della stessa fonte (2006 – rilevati con una metodologia diversa) gli italiani che usano la rete "almeno tre o quattro volte alla settimana" sono il 28 %, "tutti i giorni" il 22%. Questa tendenza mantiene un trend crescente dal 1998 anche se ha cominciato a rallentare a partire dal 2001, con un tasso di crescita che ha raggiunto il 300% rispetto al 1998 e nell'ultimo trimestre del 2006 il totale è raddoppiato rispetto al gennaio 2001. L'andamento dell'internet in generale, e particolarmente nei paesi più evoluti, indica che siamo lontani da un'ipotetica "soglia di saturazione". Per quanto riguarda gli utenti di Internet, dalla fig. 25 si può notare che esiste una differenza fra l'uso "domestico" e quello "dal lavoro". In passato la rete in Italia si era sviluppata soprattutto negli uffici (fino al 1998 anche l'uso "da scuola" era superiore a quello "da casa"). Dall'inizio del 2000 si era esteso di più l'uso nelle famiglie. Dalla seconda metà del 2003 alla fine del 2005 si è rilevata una tendenza diversa, con una maggiore crescita dei collegamenti dall'ufficio (che recuperavano il terreno perduto in periodi di stasi o di diminuzione). Sembra che nel 2006 ci sia, di nuovo, un più forte sviluppo dell'uso "da casa". Inoltre, l'analisi per categorie demografiche dimostra che, rispetto a cinque o sei anni fa, la situazione è sostanzialmente cambiata. Internet in Italia non è ancora "per tutti", ma non è più "per pochi" – e c'è una tendenza talvolta discontinua, ma solida e durevole, ad un uso sempre più diffuso della rete, che oramai può essere definita un mass media.

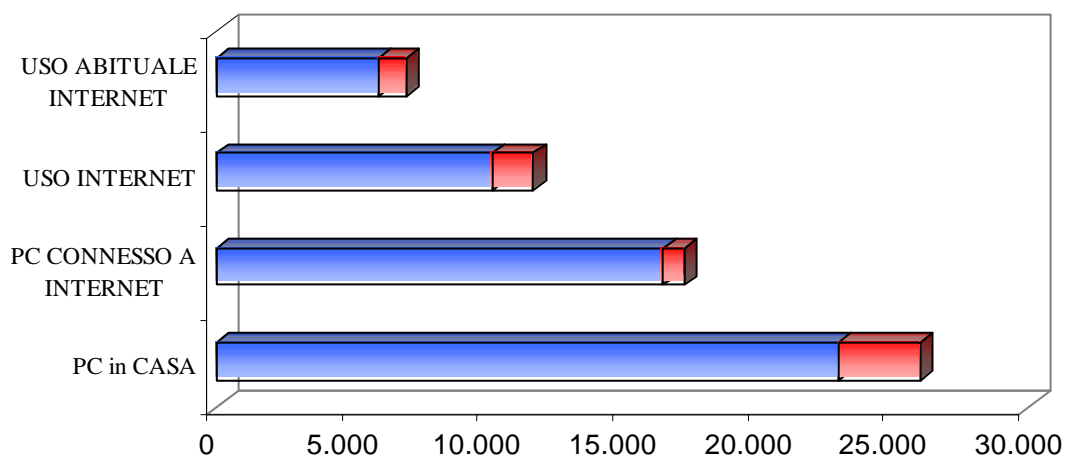
²⁷ Fonte: Audiweb, marzo 2006.

Fig. 25: Utenti²⁸ internet in Italia (1997-2006) – numeri in migliaia



Fonte: Ricerca Censis, 2006

Fig. 26: Uso di Internet da casa – migliaia di persone – (la parte rossa delle barre indica il cambiamento in due anni, dal 2003 al 2005)



Fonte: Eurisko, 2005

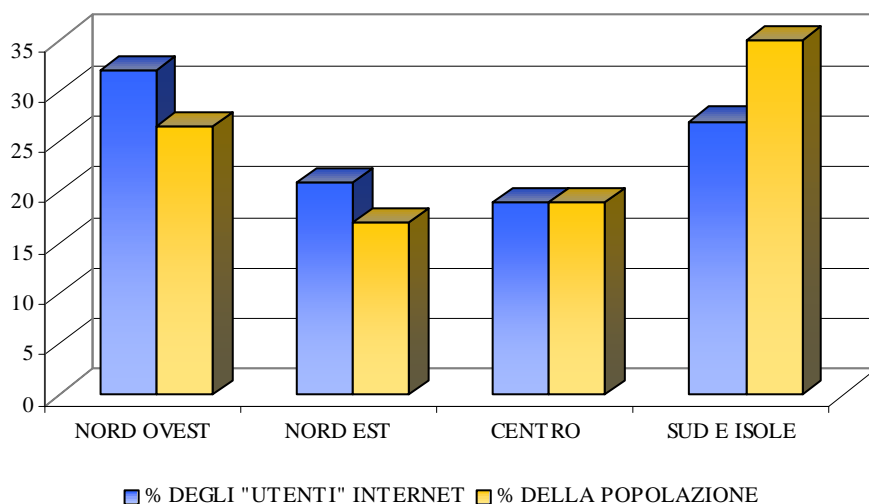
Dalla fig. 26 si vede che rimane alto il numero delle persone che hanno un *personal computer*, ma non dispongono di un collegamento alla rete, come è elevato il numero di coloro che hanno un collegamento, ma non lo usano. Meno di metà delle persone che

²⁸ Utenti: persone che affermano di essersi collegate almeno una volta negli ultimi tre mesi

possiedono un computer in casa si collega, sia pure occasionalmente, all'internet. Circa due terzi delle persone che hanno un collegamento alla rete lo usano "almeno una volta al mese" e meno della metà "almeno una volta alla settimana". Ciò fa capire che il bacino di utenza è sì aumentato ma ci sono molti potenziali utilizzatori della rete che non approfittano di questo mezzo.

Coloro che utilizzano abitualmente internet sono concentrati principalmente al centro nord, come è dimostrato dal grafico in fig. 27. Nelle regioni centrali si sta consolidando uno stato di equilibrio, mentre nelle regioni meridionali e insulari, dopo un rilevante miglioramento negli anni passati, ora la situazione permane stazionaria.

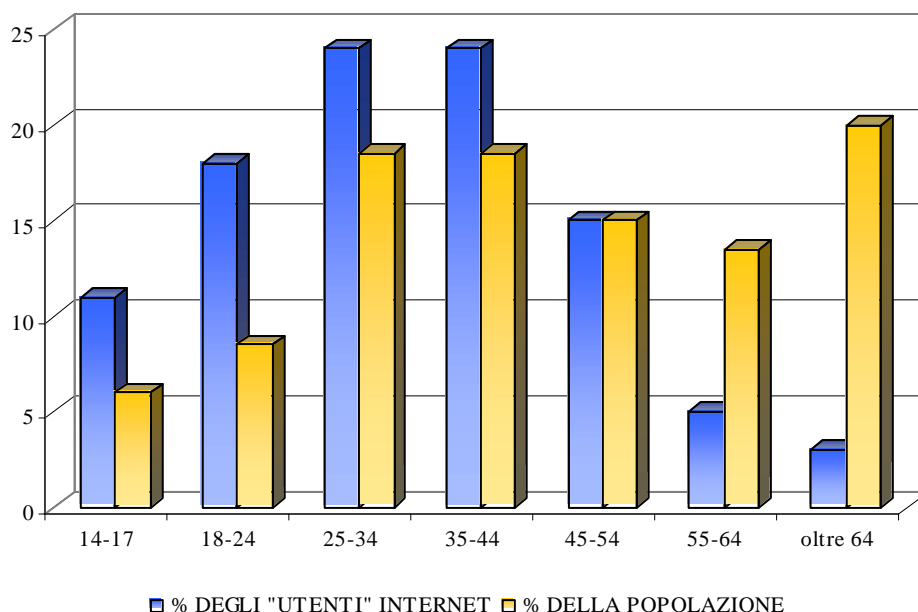
Fig. 27: Utenti internet per aree geografiche (%)



Fonte: Eurisko (febbraio 2006)

Per quanto riguarda gli aspetti demografici dell'utenza, come è logico aspettarsi, sussistono ancora forti differenze in base all'età, come dimostrato da fig. 28.

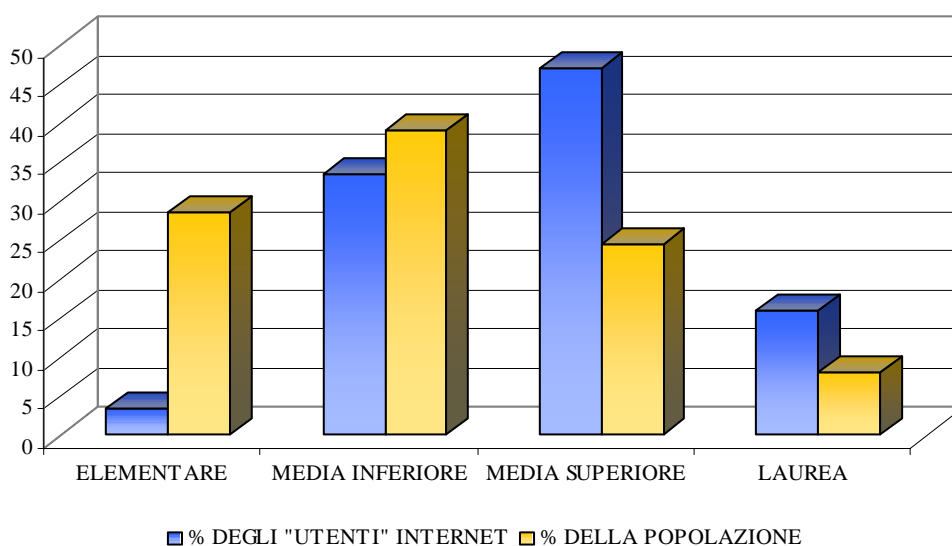
Fig. 28: Utenti internet per età (%)



Fonte: Eurisko (febbraio 2006)

C'era stato, a partire dal 2000-2001, un afflusso di giovani (che prima erano assai meno presenti). Fra le persone che rimangono attive in rete sta di nuovo aumentando la presenza di adulti. Secondo questa analisi il segmento tradizionalmente più forte (25-44 anni) sarebbe ora la metà delle persone on line. Una fascia più estesa di adulti, dai 25 ai 54 anni, è il 65 % del totale. Rimane ancora molto debole la diffusione della rete fra gli anziani, ma si cominciano a notare piccoli segni di miglioramento (naturalmente non è facile capire quanto ciò dipenda dall'afflusso di persone anziane che decidono di collegarsi o dall'invecchiamento di chi era già in rete anni fa – ma, anche se non numerose, ci sono persone con più di settant'anni che imparano per la prima volta a usare l'internet e dimostrano di saperlo fare con abilità non inferiore a quella dei giovani). Permangono notevoli differenze anche per quanto riguarda il titolo di studio, come dimostrato in fig. 29.

Fig. 29: Utenti internet per livello scolastico (%)



Fonte: Eurisko (febbraio 2006)

Un notevole cambiamento era avvenuto fra il 1998 e il 1999, con una maggiore diffusione della rete nei livelli “medi”. Quasi due terzi delle persone on line hanno un livello scolastico medio-superiore o universitario. Un quadro analogo è riscontrato per quanto riguarda le differenze in base al reddito, infatti la situazione tende ad equilibrarsi per quanto riguarda i redditi medio alti. Infine risulta molto interessante notare le differenze in base al sesso degli utenti: continua a crescere la presenza di donne che utilizzano internet, ma la percentuale in Italia non ha avuto incrementi positivi negli ultimi due anni. Alla fine del 2003 le donne risultavano essere il 41 % delle persone che si collegano all’internet in Italia. Due anni più tardi sembra che la percentuale non sia aumentata – mentre nei periodi precedenti c’era stata una continua crescita. Nel 2001-2002 si era rilevato oltre il 50 % di donne fra le “nuove” persone online, ma ora sembra che siano il 46 % (che, comunque, non è un livello “basso”, specialmente se confrontato alla situazione di alcuni anni fa). Solo in alcuni paesi scandinavi esiste la parità per quanto riguarda uomini e donne che utilizzano la rete. In conclusione si conferma che l’uso della rete è tuttora in aumento e che il mezzo “internet” non è sostitutivo, ma convive

con l'utilizzo di altri canali informativi, quali televisione, radio, quotidiani,... Le persone attive on line sono però quelle che leggono di più e usano più spesso altre risorse, infatti c'è una forte divisione fra i "meno abbienti" di informazione e comunicazione (la cui risorsa dominante è la televisione) e chi ha un ambito culturale "più ricco" con una gamma estesa di strumenti.

5.4 I Potenziali clienti

Per riuscire a comprendere chi sono i potenziali clienti, diventa utile uno studio pubblicato dal Corriere della Sera²⁹ nel quale vengono analizzati gli obiettivi di investimento delle famiglie italiane. Ben il 42% afferma di ricorrere al risparmio gestito per pianificare il futuro, soprattutto quello dei figli e il 27% vi ricorre per avere una protezione da eventuali imprevisti riguardanti principalmente la salute o altre emergenze.

Fig.30: Obiettivi di investimento delle famiglie italiane

PERCHE' INVESTIRE	
PIANIFICAZIONE DEL FUTURO (figli, casa, vecchiaia)	42 %
PROTEZIONE DAGLI IMPREVISTI (Salute, emergenze)	27 %
CONSUMI FUTURI (Beni durevoli, vacanze)	18 %
ALTRO	13 %

Fonte: Corriere della Sera Magazine, Settembre 2006- pag 166

²⁹ Corriere della Sera Magazine, Settembre 2006 – *Il futuro? Io lo finanzia facendo la spesa al supermarket degli investimenti* – Massimo Fracaro (pag 166).

Osservando le proposte fatte si nota però che non viene soddisfatta l'esigenza dei genitori che vogliono investire per il futuro dei figli. Non esistono prodotti specifici, studiati appositamente per questa domanda. Molti si affidano ai buoni postali indicizzati all'inflazione, ma garantiscono solo una difesa del capitale.

Un altro problema che ricorre spesso tra i risparmiatori e che riguarda la pianificazione del futuro chiama in causa la pensione di vecchiaia. Ci si rende conto infatti che è molto difficile sopravvivere con le pensioni elargite dallo Stato. Ecco quindi che risulta indispensabile accantonare risparmio per garantirsi una vecchiaia agiata.

Per questi motivi lo sviluppo dei PAC dovrebbe riuscire ad attrarre nuovi clienti non solo giovani, ma anche risparmiatori che desiderano accantonare durante la propria vita lavorativa un gruzzolo che garantisca loro una vecchiaia economicamente più stabile. Infatti la maggioranza di loro ricorrerebbe al risparmio per poter riuscire a crearsi una stabilità futura e per poter acquistare una casa e crearsi una famiglia. Il problema che emerge è senza dubbio la loro mancanza iniziale di risorse per i più giovani dato che l'entrata nel mondo del lavoro avviene solitamente verso i 20 anni (oltre i 25 per coloro che hanno una formazione universitaria). Informandoli sulla possibilità di poter sottoscrivere un fondo pur non avendo un capitale iniziale, ma potendo garantire di versare una piccola rata mensile (anche 100 €), si attingerebbe ad un bacino d'utenza abbastanza ampio che per ora è escluso per mancanza di informazione. Per le persone più adulte invece la difficoltà è riuscire a mantenere e a far fruttare il proprio risparmio nel tempo per riaverlo indietro come rendita.

Il punto dolente continua ad essere comunque la diffidenza del risparmiatore verso un settore difficile da comprendere e spesso ignoto alla maggior parte della popolazione. Infatti, come riscontrato precedentemente la penetrazione dello strumento fondi è crescente al crescere del titolo di studio, mentre sono preferiti i tradizionali strumenti finanziari soprattutto dai nuclei con **capofamiglia con titolo di studio medio-basso**. Una soluzione a questo problema sarebbe rendere più accessibili i fondi a tutti coloro che risultano ancora diffidenti. Per far ciò bisognerebbe modificare la vecchia immagine dei fondi che li associa a prodotti solo per addetti ai lavori o per persone con una cultura finanziaria medio-alta. Cercare di promuovere la loro conoscenza in modo semplice e comprensibile alla maggioranza della popolazione nel rispetto della più totale

trasparenza. In questo modo si comprenderebbe che il prodotto non è sempre vincolato ad un istituto bancario, ma esistono varie possibilità di scelta a seconda delle esigenze del risparmiatore e non della filiale che vuole spingere i prodotti captive (realizzati cioè dall'emittente). E' in questa direzione che si stanno muovendo molte Sgr e Sim: cercare i promuovere i "supermercati di fondi" sul modello americano anche se per ora ciò è stato fatto solo da pochi e solo attraverso il canale internet, perché ciò che vuole il cliente è chiarezza e trasparenza, vuole poter decidere in modo consapevole come investire il proprio denaro ma vuole prima essere a conoscenza delle alternative possibili dato che i rischi e i costi gravano direttamente sul suo capitale.

5.5 Osservazioni

Gli Italiani sono in media ancora disinteressati alla qualità - intesa come performance al netto delle commissioni - dei fondi comuni che acquista. Non si spiegherebbe ad esempio come mai sui 10 fondi azionari area Euro più acquistati, la maggior parte si pone al livello più basso di rating³⁰ mentre solo uno può vantare il massimo punteggio. In altri paesi finanziariamente più evoluti la situazione è diversa dato che i flussi di raccolta si indirizzano verso i fondi con performance più elevata. Negli USA circa l'80% delle sottoscrizioni è destinato verso i prodotti con rating più elevato. Questa differenza nelle scelte fatte dalla domanda, spesso inconsapevole e passiva è da ricercarsi nella struttura dell'offerta. Sempre negli Stati Uniti è del tutto normale che gli intermediari (banche, reti di promotori finanziari,...) propongano ai clienti una selezione di prodotti provenienti da diverse case di gestione senza che sia necessario aprire alcun tipo di rapporto per sottoscrivere i fondi che meglio si adeguano alle esigenze. Ciò in Italia non accade, come abbiamo già osservato in precedenza, dato che l'informazione esigua porta la maggior parte dei clienti ad affidarsi completamente ai "consigli" della banca che propone spesso solo i "suoi" prodotti. Tale situazione si sta evolvendo, vista la diffusione di intermediari che propongono una selezione di fondi provenienti da diverse Sgr; ciò è ancora limitato però al canale internet, usato solo da

³⁰ **Rating:** valutazione sintetica della situazione patrimoniale e finanziaria di un emittente di valori mobiliari. Viene attribuito da apposite agenzie di valutazione e si basa su due indicatori: l'indice di Scarpe (rapporto rendimento/rischio) e l'indice Alfa (capacità di battere sistematicamente il benchmark).

una piccola parte dei sottoscrittori più attenta e con una cultura finanziaria più elevata rispetto alla media. La maggior parte dei clienti continua a rimanere vincolato ad un sistema che vede la banca come attore principale e ciò porta a privarli della possibilità di selezionare il miglior prodotto sul mercato che possa soddisfare le proprie esigenze a discapito del libero mercato.

E' importante notare però che il risparmiatore non rimane più passivo, ma cerca di informarsi, acquisire conoscenze, diventare più accorto e consapevole delle possibili alternative che il mercato offre. Inoltre grazie alla grande quantità di informazione gratuita presente sul web e alla presenza delle quotazioni dei maggiori fondi pubblicate non solo sulla stampa specializzata ma anche sui quotidiani, il cliente ha la possibilità di monitorare il proprio investimento e confrontarlo con altri.

Sembra che anche in Italia, seppur lentamente e in netto ritardo rispetto ai paesi finanziariamente più evoluti, si stia liberalizzando un mercato nettamente oligopolistico, in mano ai principali gruppi bancari. I primi passi verso questa direzione sono visibili maggiormente in rete, dove la concorrenza è più agguerrita e dove i risparmiatori che ne fanno uso sono molto più competenti e di conseguenza più esigenti riguardo ai prodotti e servizi offerti.

5.5 Conclusioni

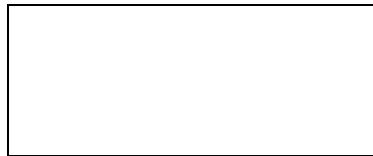
Come già visto coloro che hanno fatto investito volumi più elevati sono rappresentati dai clienti che si trovano in età più avanzata; questi richiedono un'elevata quantità di contatto personale per cui si può tranquillamente dedurre che l'intermediario preferito è la banca tradizionale a discapito della banca on line, essendo inoltre un segmento con scarsa cultura informatica. Cercando di accrescere la formazione finanziaria dei risparmiatori si possono arrivare sicuramente a risultati incoraggianti anche tra i giovani: se un cliente fosse a conoscenza di sottoscrizioni "rateali" mensili per investire in fondi potrebbe aderirvi più facilmente. Infatti gran parte della popolazione possiede le informazioni fornite loro dalla propri banca che propone un determinato tipo di prodotto. Ma come già visto, i consigli dell'impiegato non sempre sono rivolti a soddisfare le esigenze del cliente e molto spesso non sono così disinteressati. Ecco

quindi che, secondo questo modo di operare, il segmento più profittevole del target è monopolizzato dalle banche. Questa situazione di vantaggio è destinata via via ad affievolirsi non solo in prospettiva di un ricambio generazionale, ma anche perché il cliente diventa sempre più responsabile ed informato sulle varie possibilità, cominciando ad abituarsi alla situazione e all'evoluzione presa dal mercato del risparmio gestito. In questo nuovo panorama senza dubbio ancora in evoluzione si deve tener conto anche che non bisogna lasciare il cliente in balia di una gamma di prodotti troppo vasta, senza potergli garantire consulenze adeguate e senza una tutela anche a livello legislativo. Molto importante è risultato il fatto di pubblicare il valore delle quote dei fondi anche sui quotidiani nazionali e non solo in quelli specializzati (ad esempio La Repubblica, Il Corriere della Sera,..) in modo da fornire le stesse opportunità fornite, per esempio, agli azionisti. Questo può essere un modo indiretto per raggiungere la maggior parte del target di interesse.

Il cliente diventa più consapevole che anche i fondi di investimento seguono tutte le regole di qualsiasi altro prodotto da acquistare e quindi necessita di un'attenzione particolare nella scelta d'acquisto, di informazioni oggettive sulle varie alternative presenti e sulla possibilità di reperire diversi prodotti attraverso un unico intermediario. Come si sentirebbe una massaia che si reca a fare la spesa e fosse costretta a dover comprare la pasta di una determinata marca perché è l'unica presente e a un prezzo più alto rispetto che in altri negozi? Sicuramente si recherebbe in un altro supermercato dove sono vendute varie marche di pasta in modo da poterne confrontare il prezzo e scegliere l'alternativa migliore per lei. Ciò sta accadendo anche per i risparmiatori, soprattutto quelli più esperti che stanno migrando verso i supermercati di fondi. Purtroppo tale possibilità è presente solo sulle rete internet e spesso sconosciuta alla maggior parte dei clienti. Se anche le banche si aprissero a questa nuova tendenza riuscirebbero a marginare la migrazione di risparmiatori, riuscendo a trattenere coloro che diffidano ancora nel canale indiretto.

Parte seconda

Un caso aziendale



1 Fineco Bank

1.1 Storia e struttura aziendale

Fineco nasce nel **1999** come broker on line che annoverava nel suo organico non più di 30 dipendenti. Nata come Sim (Fineco Sim) fu la prima in Italia a lanciare il servizio retail di trading on line, cioè è la prima a permettere al singolo investitore di poter acquistare e/o vendere prodotti finanziari sul web. Ciò si presentò come una rivoluzione che portava il vantaggio di poter effettuare operazioni in tempo reale e di poter avere un forte risparmio sulle commissioni³¹.

Alla fine del 1999 Fineco diventa Banca e offre uno fra i primi conti correnti remunerati (2 anni prima di Conto Arancio) con un tasso iniziale del 3,5%. Nei mesi successivi vengono aggiunti altri servizi che lo rendono un conto completo con la possibilità della domiciliazione di bollette, carte di credito, ecc.

Nel **2000** aggiunge i servizi di consulenza finanziaria, acquisendo nel suo organico una rete di specialisti degli investimenti. Da banca “solo on line” Fineco si trasforma in banca diretta, dove il canale interattivo e gli agenti interagiscono creando così un connubio innovativo.

Nel **2001** raggiunge i 250.000 clienti e diventa leader del trading on line in Italia mantenendo costante la sua crescita come banca diretta. E’ proprio a partire dal 2001 che Fineco inizia un progetto di innovazione che coinvolge parallelamente le diverse aree di specializzazione individuando come suo core business il settore del risparmio gestito, ponendo l’attenzione sul cliente e sui servizi offerti.

Nel **2002** viene lanciato il primo “ETF Center” in Italia e viene potenziata l’offerta multimarca di fondi di investimento distribuiti sia on line che tramite rete di promotori finanziari.

³¹ Prima del trading on line un ordine di Borsa da 10.000€ costava circa 70€, uno da 100.000 € circa 700€. Con Fineco entrambi gli ordini costavano circa 30€, che si abbassarono a 20€ già nel 2000.

Nel **2003** viene assorbita dal gruppo bancario Capitalia. Grazie a questa fusione, Fineco fornisce ai clienti anche la possibilità di poter effettuare versamenti e/o prelievi anche presso le filiali delle banche appartenenti al gruppo Capitalia.

Nel **2004** Finecogroup cambia il suo nome in Finecobank

Nel **2006** Fineco è diventata una banca diretta che offre tutti i servizi di una banca tradizionale con un utile netto di circa 35 milioni di euro.

1.2 Competenze e vision aziendale

Fineco, diversamente da altre banche on-line, opera una distinzione settoriale tra i vari ambiti non in base all'utente finale ma in base alle operazioni da svolgere, distinguendo tra area banking (riguardante operazioni di conto corrente, mav, bollettini di pagamento, ecc.), area investing (riguardante investimenti in azioni, obbligazioni, fondi, etf, ecc.), area credit (riguardante prestiti personali, carte di credito, mutui, ecc) e active tradng. Questo approccio risulta più diretto soprattutto per i potenziali clienti che usano il sito internet per avere maggiori informazioni riguardo all'ambito di interesse. E' un vantaggio anche per i clienti che possono accedere in modo più veloce e diretto in base alle necessità del momento, al servizio richiesto.

Il punto di forza di Fineco sembra essere stato la lungimiranza che ha portato un'azienda on line ad integrare i suoi servizi con una rete di promotori finanziari distribuita in modo capillare in tutta Italia. E' in questa direzione, ritenuta il miglior compromesso da parte del cliente, che si stanno muovendo anche altre banche (ad esempio Xelion). La rete specializzata di Fineco è composta da 1.500 professionisti e da 200 uffici presenti in tutto il territorio nazionale a disposizione del cliente per fare un check up degli investimenti già effettuati e, in caso di necessità, per sostituire i fondi meno idonei alle esigenze con fondi migliori. Sono inoltre un prezioso supporto anche per i clienti che per la prima volta vogliono sottoscrivere un fondo, perché aiutano a definire un proprio profilo di rischio, gli obiettivi da raggiungere per poi individuare il giusto investimento.

Per contattare un consulente Fineco è a disposizione un numero verde o un modulo on line accessibile direttamente dal sito.

Per coloro che invece sono più esperti del web sono a disposizione sempre sul sito l'andamento del proprio portafoglio titoli in tempo reale, i grafici intraday e storici interattivi con indicatori qualitativi e oscillatori di performance, schede di analisi tecnica, quotazioni e news sempre fornite in tempo reale: in sostanza tutte le informazioni necessarie per effettuare un investimento senza bisogno di eventuali consulenze.

In questo modo Fineco punta a semplificare il compito del risparmiatore cercando di fornirgli tutti gli strumenti utili per effettuare una scelta idonea alle sue esigenze.

Infatti la Mission aziendale, come esplicitamente espresso nel sito è: “Capire le esigenze del cliente per offrire la miglior combinazione di qualità, convenienza e valore attraverso l'innovazione tecnologica e la continua ricerca di efficienza”. Inoltre si pone l'obiettivo di fornire al cliente il massimo controllo sui suoi investimenti nella più totale trasparenza. In questo modo la banca on-line risulterà più vicina ai clienti rispetto alla filiale sotto casa. Parola chiave nel rapporto col cliente diventa **“possibilità di scegliere”**, di poter effettuare

l'acquisto di un prodotto finanziario con la stessa attenzione con cui si acquista un elettrodomestico, valutando le varie alternative, il miglior rapporto costo/rendimento e il distributore più conveniente.

Per riuscire ad interagire col cliente e sapere quali sono le sue necessità Fineco si avvale di interviste a campione: ogni 2 o 3 mesi, a 10.000 clienti viene chiesto il livello di soddisfazione e cosa consigliano di fare per migliorare eventualmente i servizi offerti, viene quindi misurata la customer satisfaction. Questo feedback col cliente ha portato l'azienda verso la direzione del “supermercato di fondi”, seguendo appunto le esigenze espresse attraverso i questionari. In questo modo si è arrivati ad ampliare la gamma dei fondi proposti fino a fornire una scelta fra più 1000 fondi di diritto italiano ed estero. Si tratta di fondi di altri gestori in aderenza al principio volto a garantire assenza di interessi in conflitto, come visto nella prima parte.

Recentemente l'azienda ha sviluppato la sua attenzione verso le nuove e più attuali tecnologie in grado di garantire totale sicurezza, basandosi sui sistemi sperimentati negli Stati Uniti dove il canale diretto on-line è una realtà più che consolidata.

Ecco quindi che ogni servizio offerto nasce dallo sviluppo e dalla combinazione di tre valori cardine per l'azienda:

- innovazione: l'azienda punta ad un'offerta che proponga servizi sempre più avanzati, proposti in modo innovativo e sempre in anticipo rispetto ai diretti concorrenti;
- efficienza: diventa importante ridurre i costi dei processi e aumentarne la velocità e la comodità d'uso in modo da riuscire ad essere competitivi anche nel prezzo, senza danneggiare la qualità.
- Specializzazione: ogni servizio deve essere offerto con competenza, puntando sulle risorse umane come vero valore aggiunto dell'azienda.

In questo modo, da un'indagine prodotta da Atroconsumo sul sistema bancario italiano (tradizionale e on-line), Fineco ha ricevuto i maggiori consensi per quanto riguarda la soddisfazione del cliente e la trasparenza delle operazioni svolte.

1.3 Fineco in cifre

A fine 2005 il patrimonio totale gestito da FinecoBank risultava pari a 36.9 miliardi di euro a fronte di 650.000 clienti, con una quota di mercato pari al 10,04%, sufficiente per essere considerata azienda leader nel settore on line³². Presenta inoltre un indice Roe³³ pari a 23.85%, con una raccolta totale di 12 miliardi di euro. L'azienda ha chiuso l'anno con un utile netto di 35.1 milioni di euro (+ 14.6% rispetto al 2000).

I proventi dati dalle commissioni sono cresciuti grazie alle maggiori commissioni attive derivanti dall'attività di risparmio gestito (2.1 milioni di euro).

L'azienda ha avuto anche un aumento dei costi che ha riguardato soprattutto le voci: promozione e spese pubblicitarie che nei primi mesi del 2005 sono state pari a 6 milioni di euro.

³² Assosim: 17/1/07; Il Sole 24 Ore, 17/1/2007.

³³ **Roe**: è dato dal rapporto tra utile netto del periodo considerato ed il patrimonio netto del periodo precedente. Esprime la redditività del capitale proprio in termini di utile netto. E' l'indicatore che più interessa gli azionisti in quanto consente di valutare la redditività del capitale di rischio investito nell'impresa.

Fig. 31: Confronto delle voci di bilancio inerenti il risparmio gestito tra il 2004 e il 2005

Investimenti & intermediazione				
		2004	2005	Var. %
Eseguiti complessivi (unità di misura principale per il trading)		9.927.928	8.639.630	+14,9
Intermediato totale (margine ottenuto dai processi di intermediazione)	€ miliardi	200	179	+12,0
Stock complessivo risparmio gestito e amministrato (flussi inerenti al risparmio gestito totale)	€ milioni	6.933	5.337	+29,9

Fonte: Bilancio , www.fineco.it

2 La strategia e vantaggio competitivo

2.1 Strategia e posizionamento

Il management ha ritenuto che lo sviluppo dell'area inerente il risparmio gestito debba costituire una priorità strategica per la Società, dato l'elevato potenziale di crescita del settore, derivante principalmente dalla notevole flessibilità dei prodotti in oggetto, in grado di soddisfare le esigenze di chi desidera affidare a qualificati professionisti la gestione dei propri risparmi. In tale settore la strategia del gruppo è stata finora quella di non indirizzarsi principalmente verso un'offerta di prodotti captive (realizzati dall'emittente) privilegiando accordi di distribuzione con primarie società di gestione del risparmio. In questo modo, operando quale tramite per distribuire prodotti finanziari di terzi la società, attraverso la sua piattaforma web è stata in grado di proporre ai clienti un'ampia e articolata scelta di opportunità di investimento.

Tale scelta è in controtendenza con l'abituale comportamento dei broker di matrice bancaria che tendenzialmente propongono un'offerta limitata di prodotti italiani di propria gestione, a fronte di una vasta scelta tra i fondi esteri. Tale politica è dettata dall'esigenza di non alimentare un canale concorrente ai fondi distribuiti dalla "casa madre". E' proprio giocando su questa forzata limitazione che Fineco ha proposto il suo "supermercato" di fondi, offrendo la possibilità di accedere ai prodotti di circa 37 Sgr italiane ed estere con commissioni d'ingresso azzerate o ridotte (anche il 60% in meno rispetto ai tradizionali canali di distribuzione) e l'apertura di un unico conto Fineco per qualsiasi investimento.

Il *pay-off* della campagna pubblicitaria attuata nel 2005 puntava appunto su tale strategia: "L'investimento migliore che puoi scegliere è poter scegliere".

Sul web ad oggi risulta la banca diretta più conosciuta in grado di concorrere in cinque aree di business specializzate:

- servizi di banking e credit on line progettati per essere il più possibile convenienti e trasparenti;
- servizi di trading on line per investire nei mercati in tempo reale e indirizzati a trader professionisti;
- Mutui immobiliari no problem distribuiti da agenti specializzati che si occupano anche di curare gli aspetti burocratici;
- Prestiti personali garantiti a pensionati e dipendenti di grandi aziende;
- Servizi di investimento multimarca (oltre 1.000 fondi di 37 marche diverse).

Fig.32: Alcuni partners con cui Fineco opera



2.2 Il profilo del cliente

Il cliente di Fineco attualmente non è solo un addetto ai lavori, con elevata cultura finanziaria e abituato ad investire in fondi di investimento. Il target si è molto ampliato soprattutto grazie ai consistenti investimenti pubblicitari nel web focalizzati su siti finanziari ma su portali generici per raggiungere una gran parte degli utenti internet. Il suo “parco clienti” di riferimento può essere suddiviso in tre segmenti per riuscire ad avere un quadro d’insieme più completo³⁴.

³⁴ Segmentazione fornita direttamente da FinecoBank su richiesta di informazioni inerenti i propri clienti.

Lo “zoccolo duro” dei clienti è rappresentato da coloro che sono interessati al canale internet e lo vedono come un’opportunità per semplificare la loro vita. Sono clienti di Fineco perché hanno saputo da amici o conoscenti dell’esistenza di tale realtà, vi hanno aderito in toto trasferendo sulla banca diretta tutte le loro attività bancarie e sono soddisfatti della loro scelta. E’ senza dubbio il segmento più profittevole perché utilizza tutti i servizi proposti, dal conto corrente agli investimenti in fondi fino alla domiciliazione delle bollette e sono i più fedeli. Potremmo definirli *privati evoluti* in quanto sono rappresentati da famiglie o singoli utenti che sono a conoscenza di tutte le possibilità e si servono dei servizi forniti e li utilizzano al meglio, consapevoli della scelta fatta. Sono soprattutto liberi professionisti o impiegati che a causa del proprio lavoro considerano un forte disagio il doversi recare presso lo sportello in determinati orari. Ecco quindi che colgono l’opportunità di fare tutto da casa senza vincoli temporali. Ottimo incentivo è stato il fatto di promuovere l’abbassamento delle spese in modo inversamente proporzionale al numero di operazioni fatte.

Un altro tipo di clienti possono essere definiti *privati stabili*, cioè coloro che utilizzano Fineco Bank solo per quanto riguarda il risparmio e gli investimenti ma che continuano a mantenere tutte le altre attività finanziarie presso la banca sotto casa. Sono compresi coloro che hanno bisogno di una gestione del proprio portafoglio in modo semplice e trasparente. Per loro il valore offerto consiste soprattutto nella possibilità di essere informati e aggiornati in tempo reale sull’andamento delle proprie quote ed essere affiancati da un consulente per poter essere guidati nelle scelte. E’ interessato ad aumentare la propria cultura finanziaria per riuscire a muoversi, in futuro, con maggior sicurezza e indipendenza sul mercato del risparmio gestito. Può essere considerato un cliente fedele anche se ancora scettico sul canale internet. Per andare incontro a questi clienti il sito di Fineco è diventato più *user friendly* e ha introdotto una sezione educativa, promuovendo corsi e seminari che aiutino a comprendere meglio il mercato finanziario. Per favorire ulteriormente si dovrebbe adottare un’interfaccia personalizzato per portare subito il cliente sulle transazioni che effettua con più frequenza.

Un altro segmento individuato può essere definito quello dei clienti *professionali* che effettuano numerose operazioni e transazioni e necessitano di gestire in modo avanzato

e, appunto, professionale la loro attività. Sono clienti non molto fedeli, molto informati e aggiornati, pronti a scegliere l'intermediario on line che propone il prodotto ritenuto migliore. Spesso detengono conti con molte banche in rete, abbandonando quasi del tutto la tradizionale banca. Sanno destreggiarsi molto abilmente tra l'offerta di prodotti e sono in grado di operare nella più totale autonomia; si collegano più volte per essere aggiornati sugli andamenti del loro portafoglio, solitamente detengono più fondi acquistati da intermediari diversi e sono attratti anche da altri prodotti finanziari quali azioni e obbligazioni. Sono molto attenti ai costi e ricercano il prodotto con il rapporto qualità prezzo migliore. Possono essere paragonati a responsabili consumatori che acquistano prodotti in negozi diversi a seconda del prezzo migliore rimanendo sempre attente a eventuali promozioni ed offerte speciali. L'unica strategia per questo segmento di clienti è quella di riuscire a battere la concorrenza facendo appunto leva soprattutto sul prezzo e sull'efficienza di servizi. E' soprattutto in questo campo che Fineco deve puntare per riuscire a trattenere questi clienti: informazioni simultanee, attendibili e chiare, schede di singoli fondi confrontabili tra loro, utilizzo di tecnologie sempre più avanzate e all'avanguardia cercando di battere sul tempo la concorrenza.

2.3 Il valore del Brand

FinecoBank ha investito molto sulla diffusione della marca come indice di affidabilità, esattamente come avviene per le tradizionali banche. Ha infatti costruito la sua *brand image* utilizzando tutte le leve del marketing mix, cercando di suscitare associazioni cognitive ed emotive che hanno portato il suo marchio ad essere il più ricordato³⁵, per quanto riguarda le banche dirette, nonostante gli investimenti in pubblicità siano equiparati a quelli di Xelion, la sim del gruppo Unicredit. Inoltre Fineco richiama sempre il suo legame con Capitalia, sia nell'intestazione delle missive postali che nel sito internet, anche se il logo viene sempre posto a margine per ribadire la propria autonomia .

³⁵ Fonte: AC Nielsen (2006),

FinecoBank è diventato un *endorsed brand* di Capitalia, il che prevede la presenza della sua marca indipendente, sostenuta però dal *master brand*, che svolge però un ruolo meno diretto; il suo apporto rimane importante a sostegno della marca, ma la funzione di assicurazione appare decisamente più blanda, ricoprendo un ruolo secondario.

Ciò si è rivelato utile in quanto sottolinea la solidità di un'azienda che può contare sul supporto di uno fra i maggiori gruppi bancari Italiani, sfruttando i valori aggiunti connessi al marchio "Capitalia".

Ma Fineco ha investito molto sul proprio marchio cercando di renderlo conosciuto non solo agli addetti ai lavori e dando al proprio nome un'autonomia e un'indipendenza che poche banche dirette possono vantare. Per fare ciò ha investito, nel 2005, in campagne pubblicitarie televisive e radiofoniche atte non solo alla costruzione di un nuovo brand (prima Fineco group ora FinecoBank) che richiama palesemente il concetto di banca, ma anche a promuovere le attività di banca diretta e di gestione del risparmio, sedimentando la *brand reputation*.

Fig.33: Primo spot televisivo di Fineco andato in onda il 12/2/2005 – (agenzia Wlf)



Fonte: www.tvspot.it

Secondo una ricerca di AC Nielsen è emerso che Fineco è l'unico nome di una banca on-line conosciuto da oltre il 60% degli intervistati; è emerso inoltre che ben un 25% di questi ha sentito parlare di questa banca da conoscenti o perché ha letto articoli economici che la citavano. Ciò significa che l'azienda è riuscita ad innescare il miglior meccanismo per promuovere il proprio prodotto: avere clienti soddisfatti che promuovono in prima persona la buona scelta da loro effettuata.

2.4 I concorrenti

I concorrenti di FinecoBank possono essere divisi in diretti e indiretti. Quest'ultimi sono rappresentati dalle tradizionali banche che agiscono sul canale tradizionale e che annoverano la maggior parte dei risparmiatori di fondi comuni mobiliari fra i loro clienti. Inoltre è il più tradizionale mezzo per investire i propri risparmi, nonché il più utilizzato. I concorrenti diretti sono invece le banche e le sim o sgr che operano direttamente sul web fornendo più o meno gli stessi servizi finanziari. Fra questi i supermercati di fondi on line sono i principali concorrenti per quanto riguarda settore del Risparmio Gestito; hanno come core business il servizio dispositivo che offrono, cioè la piattaforma di trading on line sui fondi comuni di investimento. Il boom dei "supermercati" di fondi, secondo alcuni, rappresenta il canale di vendita di fondi più promettente: una ricerca di Datamonitor³⁶ del 2005 ha previsto una crescita in Italia dei supermercati di fondi on line nel 2008 pari al 20%. Dopo la fase di raccolta captive, ottenuta facilmente attraverso la migrazione da risparmio amministrato (Bot e titoli di Stato in deposito) a risparmio gestito (fondi comuni e gestioni patrimoniali di fondi), gli intermediari bancari hanno dovuto affrontare una seconda sfida: stanare nuovo risparmio o sottrarre clienti ai concorrenti. Due le leve principali di marketing utilizzate: il pricing e l'ampiezza della gamma di prodotti. Per il primo aspetto, il collocamento on line privo di intermediari (sportellista o promotore) da remunerare, consente la riduzione delle commissioni di sottoscrizione se non il loro completo azzeramento. Per il secondo punto, l'offerta di fondi on line è per la maggior parte multibranding: cioè l'offerta di prodotti di case diverse accanto ai propri. Il fondo on line consente anche di offrire un servizio più completo alla clientela, messa in condizione di poter valutare in qualsiasi momento il proprio portafoglio e di poter procedere ad analisi comparative. Nell'ambito dell'offerta di fondi on line si possono distinguere tre differenti tipologie di operatori. La prima categoria è quella dei siti monoprodotto, quelli che offrono unicamente la scelta di fondi di un solo emittente. La seconda categoria è costituita dai siti multibrand dove, accanto all'offerta dei fondi della propria società di gestione, sono offerti i prodotti di una selezione di concorrenti, per lo più esteri. E' in questa categoria

³⁶ Data monitor, Internet e risparmio gestito, Marzo 2006.

che si colloca anche Fineco, ma tali servizi sono offerti anche da altre società e ultimo in ordine di tempo ad aprirsi ai fondi esteri è stato Unicredito che opera attraverso il sito www.xelion.it con una gamma prodotti che comprende i fondi di “casa” (Pioneer Investment, Findinvest, Gesticredit) e fondi di altre società. Il loro punto di forza è rappresentato dall’ampiezza della gamma offerta, dai costi ridotti e dall’indipendenza, assicurata dal fatto di non dover spingere prodotti propri o del gruppo di appartenenza e di poter selezionare in piena autonomia (ma con un occhio agli accordi per la retrocessione delle commissioni), i migliori prodotti esistenti sul mercato.

La terza categoria è rappresentata da siti indipendenti che offrono l’opportunità di operare esclusivamente con il proprio conto corrente, senza l’obbligo di sottoscrivere alcun vincolo con la società di intermediazione.

Di seguito riportiamo un’analisi sintetica dei principali concorrenti di Fineco attivi in Rete.

- ON LINE SIM (www.onlinesim.it)



On line Sim è una società di intermediazione mobiliare indipendente, nata nel 2000, distributore autorizzato di oltre 1600 fondi di 60 società di gestione del risparmio e sicav estere diverse. Dal 2004 è entrata a far parte del gruppo Ersel, specializzato nella gestione di grandi patrimoni fin dal 1936, totalmente indipendente da qualsiasi istituto bancario. Per investire con Ondine Sim è necessario aprire un conto presso la Sim; successivamente ogni operazione verrà inoltrata tramite Internet. Dopo ogni operazione ciascun gestore invierà per posta normale al cliente lo specifico rapporto di conferma relativo ad ogni singola operazione effettuata.

<p>Fondi disponibili (circa 1600)</p>	<p>Aletti Gestielle, Alpi Fondi, America Express funds, American Express World Express Funds, Anima, Arca, Arcipelagos, Aureo Gestioni, Aviva Morley, Bipiemme Gestioni, Caam, Capitalgest, Dexia Bonds sicav, Dexia Equities, DWS Investments Italy, Ipsilon Associati, Ersel Asset Management, Ersel Gestion internazionale, Etica, Euromobiliare Asset Management, Fidelity Funds, Franklin Templeton, Gartmore, Grifogest, Henderson Horizon, Ing, Invesco, Jp Morgan, Lemanik, ecc.</p>
<p>Costi</p>	<p>Commissioni d'ingresso: l'eventuale commissione d'ingresso viene stabilita dalla SGR, come da Prospetto Informativo.</p> <p>Commissioni d'uscita: nessuna.</p> <p>Costi di apertura: nessuno, azzerata anche l'imposta di bollo.</p> <p>E' consigliato un versamento iniziale minimo di 500 €. Zero spese amministrative. Nessun contributo per bonifici effettuati a seguito delle sottoscrizioni.</p>
<p>Altri servizi</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Schede descrittive su ogni singolo fondo e sulle società di gestione. Curata area Education con presenza di faq e glossario; - Possibilità di accedere, tramite iscrizione, come free member e accedere a servizi informativi di aiuto per comprendere la propensione al rischio e altri parametri.

- **FUNDSTORE** (www.fundstore.it)



Fundstore è il negozio on line della Ifigest SpA che permette di acquistare fondi di investimento e sicav attraverso un intermediario autorizzato, utilizzando il proprio conto corrente. La gestione on line del portafoglio si realizza accedendo con una password al proprio dossier per controllare in tempo reale l'andamento dell'investimento. Dopo la registrazione, il cliente è in grado di scegliere un fondo e sottoscriverlo on line. Fatto questo, dovrà occuparsi di effettuare un bonifico dal proprio conto corrente direttamente sul conto della società prescelta presso la banca Corrispondente/Depositaria. Il cliente deve precedentemente aver conferito alla Sim una procura speciale affinché essa sottoscriva per suo conto la scheda di adesione e la modulistica relativa. Il sistema è una piattaforma tecnologica che raggruppa, da un lato, alcune società di gestione che la utilizzano come vetrina per i propri prodotti. Dall'altro, intermediari autorizzati al collocamento di titoli, i cosiddetti collocatori-espositori, che, avendo sottoscritta una convenzione di collocamento con le società, possono effettuare on line le operazioni di vendita.

Fondi disponibili (circa 1800)	Abn Amro, America Express, Oyster Sicav, Vitruvius, Parvest, Milan International, Franklin Templeton, Ing International, Morgan Stanley D. W., Invesco, Jp Morgan, Lemanik, Vontombel, Pioneer, Fidelity, Tank, ecc.
Costi	Non dichiarati
Altri servizi	<ul style="list-style-type: none"> - Possibilità di sottoscrivere una gestione patrimoniale in fondi, nata con la collaborazione tra Ifigest e Morningstar che non prevede commissioni di sottoscrizione e incentivo. - Possibilità di farsi aiutare da un promotore di Banca Ifigest

- **XELION** (www.xelion.it)



E' la banca di investimento del gruppo Unicredito Italiano. Per questa società il risparmio gestito non è l'unico servizio sviluppato, infatti offrono servizi bancari, servizi previdenziali e sul trading on line azionario, proprio come Fineco.

Fondi disponibili (circa 1300)	Abn Amro, America Express, Julius Bear, Merrill Lynch,, Morgan Stanley D. W., Oyster Funds, Parvest, Pioneer Investments, Ubam, Anima, Arca, Unicredit fondi, ecc.
Costi	Nessun riferimento ai costi nel sito internet.
Altri servizi	<ul style="list-style-type: none">- Possibilità di sottoscrivere una gestione patrimoniale in fondi;- Possibilità di farsi aiutare da una rete di promotori finanziari.

- **IWBANK** (www.iwbank.it)



IWBank è una Banca del Gruppo BPU che ne detiene il 71% (20% tramite la capogruppo BPU e 51% attraverso Centrobanca). L'altro azionista è QWERTY (29%),

società del Management. Presenta un'offerta di oltre 1400 fondi di 49 diverse case di gestione.

Fondi disponibili (circa 1400)	Abn Amro, America Express, Invesco, Jp Morgan, Julius Bear, Merrill Lynch,, Morgan Stanley D. W., Oyster Funds, Parvest, Pioneer Investments, Ubam, Anima, Arca, Unicredit fondi, Schroeder, Mellon, BPU Pramerica, Ing, Franklin Templeton ecc.
Costi	Circa il 99% dell'offerta è senza commissioni di sottoscrizione, switch e rimborso
Altri servizi	<ul style="list-style-type: none"> - Possibilità di sottoscrivere una gestione patrimoniale in fondi; - Possibilità di sottoscrivere fondi pensione e polizze assicurative; - Fund ALERT: per impostare e ricevere via e-mail o SMS la notifica del raggiungimento di un prezzo obiettivo.

2.5 Similitudini e differenze tra FinecoBank e i concorrenti diretti

Sicuramente un chiaro vantaggio competitivo di Fineco rispetto a tutti gli altri concorrenti è la sua *brand reputatio* e il suo *brand equity*. Infatti gli altri concorrenti non hanno investito in particolari campagne pubblicitarie e quindi sono conosciuti solo da una nicchia di risparmiatori eruditi. Per quanto riguarda Xelion, il concorrente più affine ha utilizzato, a differenza di Fineco, un modello *sub-brand*, che consiste nell'associare alla marca esistente Unicredit (detta *master brand*) una marca nuova, Xelion appunto che identifica una versione della banca sviluppata sul web (infatti nel marchio compare prima il nome della master brand). La strategia di *sub-branding* presenta due vantaggi fondamentali: attingere ad una clientela consolidata che vuole spostarsi su internet e sfruttare la reputazione della *master brand* per attirare nuovi clienti. Può comunque mantenere un certo grado di libertà per crearsi un posizionamento distintivo proprio.

E' invece in svantaggio rispetto a Fundstore dato che è stato il primo operatore on line ad abolire l'obbligo di sottoscrizione di un nuovo conto corrente per investire.

Per quanto riguarda le quote di mercato, al secondo posto troviamo IwBank, con il 5,09%, nonostante non abbia attuato particolari campagne pubblicitarie in Italia e si sia avvalso principalmente della sua reputazione tra i clienti più esperti e finanziariamente più colti. Inoltre, da un confronto fornito sul sito di rating del Trading On Line, www.donovan.it, relativo alle maggiori virtual bank italiane, risulta che FinecoBank è posizionata ai primi posti della graduatoria stilata, con un punteggio medio di 8,59/ 10 per quanto i servizi di investimento offerti, contro 8,12/10 di IwBank e il 3,79 di Xelion.

2.6 S.W.O.T. analisi

Dopo aver osservato i concorrenti di Fineco sul mercato della finanza on line ed averne analizzato e confrontato i servizi offerti, è stato possibile effettuare un'analisi S.W.O.T. Attraverso un esame delle caratteristiche interne della società sono stati individuati gli elementi di *forza* (Strengths) e *debolezza* (Weaknesses).

In seguito all'analisi dell'ambiente competitivo in cui è collocata Fineco sono state individuate le *opportunità* (Opportunities) e le *minacce* (Threats). L'analisi dei punti di forza e debolezza serve per far emergere ciò che è ritenuto utile per favorire e/o ostacolare gli obiettivi di crescita fissati. In questo contesto si considerano tutte le variabili che sono parte integrante dell'azienda sulle quali è possibile intervenire. Tra le opportunità e minacce si trovano invece le variabili esterne all'azienda che però contribuiscono a condizionare i suoi rendimenti e il suo modo di operare sia positivamente che negativamente. In questo caso non è possibile intervenire direttamente sul fenomeno ma è opportuno predisporre strutture di controllo atte a individuare agenti esogeni e ad analizzarne l'evoluzione per prevenire le conseguenze negative e sfruttare quelle positive.

Punti di forza:

- Posizione di leadership nella finanza on line (10,02% della quota di mercato);

- Endorsed brand di Capitalia, gruppo bancario importante (quarto per quota di mercato in Italia), che garantisce affidabilità e mette a disposizione i suoi sportelli per versamenti e prelievi;
- Marchio conosciuto e ben reputato, grazie agli investimenti in campagne pubblicitarie mirate e soprattutto grazie al suo operato nel mercato (importante il passaparola fra i clienti);
- Forte orientamento al cliente (somministrazione di questionari a campione per valutare la customer satisfaction ed avere un feed back);
- Scelta di fondi da altri gestori (è una banca che ingloba al suo interno un supermercato di fondi);
- Accordo per rendere disponibili ai propri clienti ricerche societarie delle più note case a livello di autorevolezza e capacità di analisi (Lheman Brothers e Intermobiliare Securities) oltre che avere un link diretto che rimanda al sito di MorningStar;
- Rete di promotori distribuita in tutto il territorio;
- Impegno nell'innovazione e nuove tecnologie (sperimentazione della web-cam per interagire col cliente e garantire maggiore sicurezza);
- Schede di prodotto che permettono di fare confronti fra i diversi fondi;

Punti di debolezza:

- Offerta di fondi di un numero inferiore di gestori rispetto ai principali concorrenti;
- Obbligo di sottoscrivere un conto corrente on line per poter fare qualsiasi tipo di investimento;
- Sito poco consumer friendly, dato che non è immediata la disponibilità della maschera di ogni singolo fondo, ma il cliente viene indirizzato al sito di MorningStar generando un po' di confusione;
- Non è possibile sottoscrivere Pac sui fondi comuni, ma il servizio è attivo solo per gli Etf.

Opportunità:

- Veloce crescita degli utenti di internet (il 50% della popolazione totale utilizza internet) e diffusione di nuove tecnologie che hanno velocizzato l'accesso alla rete (Collegamenti alla banda larga cresciuti del 40% dal 2004 al 2005);
- Sviluppo dell'e-commerce soprattutto tra le fasce di età più giovani (20-40 anni);
- Aumento dell'interesse per il mondo della finanza e quindi crescita del bisogno di informazioni e competenze;
- Miglioramento delle condizioni di sicurezza nelle transazioni via internet rispetto che al passato (sorveglianza anche da parte delle autorità come la polizia postale);
- Avvento della globalizzazione e conseguente apertura ai mercati esteri, quindi concorrenza maggiore e ampliamento della gamma di prodotti offerti.
- Nascita della consapevolezza che diventa necessaria una "pensione integrativa".

Minacce:

- Crisi della fiducia (con conseguente crescita della diffidenza) nelle aspettative degli investitori sull'andamento delle borse mondiali che negli ultimi tempi hanno registrato perdite consistenti a causa dello sgonfiamento della bolla speculativa della new economy, eventi destabilizzanti come l'abbattimento delle torri gemelle e il clima di incertezza che ne è seguito; il caso Enron in America e Parmalat in Italia;
- Diffidenza ancora diffusa verso la banca on line soprattutto a causa di virus e truffe che vengono fatte circolare in rete;
- Ancora scarsa alfabetizzazione informatica da parte di molti italiani.
- Disagi prodotti da frodi in internet come il "phishing"³⁷;
- Entrata sul mercato on-line di istituti bancari non solo come affiancamento del canale tradizionale (come ha fatto BNL) ma anche come opportunità di estensione delle proprie attività (come Ingdirect, che dal 2006 ha cominciato a proporre anche fondi di investimento)

³⁷ E' un genere di truffa on line attraverso la quale vengono carpiri illegalmente i propri codici personali. Viene inviato un elevato numero di e-mail in modo indistinto con mittente il nome della banca, all'interno riportano un link che rinvia ad una pagina dove sono richiesti i codici personali.

Fig. 34: Matrice S.W.O.T. – FINECO

<p>OPPORTUNITA'</p> <ul style="list-style-type: none"> - Veloce crescita del numero di internauti che accedono alla rete; - Sviluppo dell'e-commerce; - Aumento dell'interesse per il mondo della finanza; - Miglioramento delle condizioni di sicurezza nelle transazioni finanziarie sul web; - Avvento della globalizzazione che ha portato maggiore concorrenza e l'ampliamento della gamma dei prodotti finanziari; 	<p>DEBOLEZZE</p> <ul style="list-style-type: none"> - Offerta di fondi che proviene da un minor numero di Sgr rispetto ai concorrenti; - Obbligo di sottoscrizione di un conto corrente per poter investire; - Frodi on-line (phishing) che minano la fiducia nella sicurezza della banca; - Sito poco consumer friendly; - Non è presente la possibilità di sottoscrivere PAC sui fondi comuni;
<p>MINACCE</p> <ul style="list-style-type: none"> - Possibile sfiducia nelle aspettative degli investitori sull'andamento delle borse mondiali in seguito agli avvenimenti accaduti (attacchi terroristici, crack finanziari inaspettati); - Forte incertezza economico-finanziaria; - Diffidenza verso le banche on-line per quanto riguarda la sicurezza e la tutela da truffe; - Bassi costi di entrata su internet per le banche tradizionali che vogliono allargare il loro mercato; - Scenario instabile in Iraq e in tutto il Medio-Oriente (principale produttore di petrolio); 	<p>FORZE</p> <ul style="list-style-type: none"> - Endorsed Band del gruppo bancario Capitalia (quarto per quota di mercato in Italia); - Brand di forte impatto; - Orientamento al cliente - Presenza di un supermercato di fondi nel quale scegliere; - Accordi con importanti società di produzione di informazioni finanziarie per mettere a disposizione dei clienti le loro ricerche gratuitamente; - rete di promotori; - investimenti in nuove tecnologie; - posizione di leadership nella finanza on-line; - possibilità di avere schede di confronto fra diversi prodotti;

3 Il marketing Mix

3.1 I Prodotti e servizi offerti

L'offerta di Fineco si concentra principalmente sulla possibilità da parte del risparmiatore di poter scegliere dove investire senza doversi accontentare di pacchetti preconfezionati. Per dare questa opportunità è necessario poter offrire un'ampia gamma di prodotti diversi tra loro (oltre 1.000 fondi di 37 marche diverse) e rendere ben chiari i costi da sostenere.

Il prodotto "fondi", dalla sua comparsa sui mercati ha subito varie modifiche e, come qualsiasi altro prodotto di largo consumo, è possibile delineare un suo ciclo di vita che è stato determinato dal mutare delle esigenze dei risparmiatori.. Fineco indirettamente ha seguito questo iter, infatti, da broker on line è passato ad un'offerta multibrand che è andata via via ampliandosi e differenziandosi fino ad ottenere una posizione di leadership del mercato on line. Infatti fino al 2000 il prodotto fondi ha avuto una grande diffusione e sia il numero di sottoscrizioni che il capitale investito erano in continua crescita. In seguito c'è stato un arresto di questo trend positivo, provocato da i fattori esogeni precedentemente esposti e dalla crisi della new-economy. In questo background Fineco ha cercato di variare l'offerta iniziale potenziando la formula del supermercato di fondi, dato che è in questa direzione che spingevano le esigenze del cliente. Inoltre ha permesso al risparmiatore di poter essere attivo nelle sue decisioni di poter decidere se essere aiutato o meno nelle scelte, di essere a conoscenza dei rischi e dei costi del suo investimento. Ecco che come sua source of business viene identificato il cliente che ha acquistato fondi in una tradizionale banca, ma è insoddisfatto della sua scelta, oppure gli investitori che, dopo essersi informati sui migliori fondi presenti nel mercato, non hanno avuto la possibilità di accedervi perché non fanno parte dell'offerta della loro banca.

Per accedere all'offerta di fondi in Fineco, è necessario aprire un conto corrente on line che prevede un tasso attivo del 3% lordo con una giacenza di oltre i 3.000 € (sotto rende lo 0.25%). Il costo mensile massimo di tenuta conto è di 5,95 €, ma può essere ridotto fino a zero con un'elevata operatività. Per esempio, si riduce di 1 euro ogni 2.000 € di risparmio gestito in portafoglio. In questo modo il cliente viene incentivato a scegliere il risparmio gestito.

Molto importante sono anche i servizi che accompagnano il prodotto stesso, primo fra tutti la rete di promotori che affianca e guida il cliente nelle sue scelte fornendo tutte le informazioni utili, creando schede comparative e cercando di aiutare il cliente a capire qual è la sua propensione al rischio e quali fondi siano i più adatti a soddisfare le loro esigenze.

Fig. 35: Percorso attraverso il quale i consulenti di Fineco guidano il risparmiatore nella composizione del portafoglio che soddisfi maggiormente le sue esigenze



Fonte: www.fineco.it

Tutto ciò è atto a ridurre l'asimmetria informativa tra distribuzione e clientela in modo da rendere l'investimento il più trasparente possibile. A ciò contribuisce anche la possibilità di poter effettuare un controllo costante del proprio portafoglio fondi, attraverso il dettaglio e l'analisi di portafoglio stesso, lo stato degli ordini attivi e l'elenco degli eseguiti, il saldo e i movimenti, gli avvisi via e-mail e lo scarico dei dati in excel.

Infine molti sforzi sono fatti per quanto riguarda l'argomento sicurezza sul web, nota dolente di tutto il canale distributivo internet percepita dai clienti. Sono state attuate procedure operative affidabili e soluzioni tecnologiche d'avanguardia, anche se il problema continua a sussistere.

3.2 Il prezzo

I costi possono essere suddivisi in costi di accesso, derivati principalmente dall'apertura, necessaria, di un conto corrente, e costi di gestione legati alle operazioni di risparmio gestito effettuate.

Essendo Fineco una banca on-line, il prezzo diventa una leva di marketing fondamentale in questo canale distributivo. E' per questo che lo slogan utilizzato anche nello spot pubblicitario è "Tutti i servizi di una banca senza i costi di una banca". Infatti il correntista di Fineco non solo può fare qualsiasi operazione comodamente da casa, a qualsiasi ora e senza dover effettuare file allo sportello, può fare bonifici gratuiti, avere a disposizione carte di credito gratuite, come in tutte le altre banche tradizionali ma in più permette di effettuare prelievi bancomat gratis e prelievi a zero costi in tutti gli sportelli del gruppo Capitalia.

Per quanto riguarda i costi di gestione sono state applicate varie strategie: su oltre 450 fondi, tutti gli investimenti effettuati sono a zero commissioni di sottoscrizione, rimborso o switch. Inoltre, per ogni 2.000 € di titoli acquistati o venduti on line viene effettuato uno sconto di 1€ in modo da permettere l'azzeramento delle spese mensili di conto. Attivando una variante dello sconto quantità a seconda dell'entità delle somme che vengono impiegate nelle operazioni di risparmio, porta a diminuire ulteriormente i costi, proprio come accade al supermercato con le tradizionali operazioni "3x2". In

questo modo si vanno a favorire i clienti più profittevoli incentivandoli ad un nuovo acquisto . Per tenere fede alle promesse di trasparenza fatte alla clientela, accanto alla lista delle tipologie di fondi vengono specificate chiaramente quali sono le commissioni a carico dell'investitore. Questi accorgimenti pongono Fineco in una posizione di vantaggio soprattutto nei confronti dei concorrenti indiretti, cioè le banche presso le quali i costi sono più elevati e poco chiari.

3.3 Pubblicità e Promozione

Nel 2005 Fineco ha destinato circa 6 milioni di euro per effettuare una campagna pubblicitaria sui mezzi di comunicazione di massa come la televisione, la radio, la stampa e le affissioni oltre naturalmente alla rete. L'obiettivo di tale investimento era quello di creare un'immagine favorevole dell'azienda (conoscenza più reputazione) attraverso una campagna istituzionale non mirata a singoli prodotti. Infatti nel messaggio vengono sottolineati i vantaggi di scegliere una banca on line per effettuare tutte le operazioni comodamente da casa e in tempo reale sfruttando tutte le opportunità che internet fornisce e che Fineco ha utilizzato per migliorare i suoi servizi.

Questa campagna pubblicitaria è andata in onda a febbraio 2005 con spot di 25 e 30 secondi sulle maggiori reti televisive (Rai, Mediaset, La Sette e Sky), con il pay-off: "Se pensi ai tuoi soldi, stai già pensando a Fineco" (vedi Fig.22 a pag 52). La campagna istituzionale è stata divulgata anche attraverso gli altri canali e affiancata da un secondo messaggio focalizzato sul prodotto per aumentare la conoscenza dei servizi forniti da Fineco nell'ambito del risparmio gestito (è tuttora usata anche nel portale). Il pay-off è: "L'investimento migliore che puoi scegliere è poter scegliere" ed è accompagnato da una torta divisa a spicchi di gusti diversi (vedi Fig. 24). Attualmente tutta la campagna pubblicitaria sul canale web è la continuazione ideale della precedente, centrata sulla "giusta ricetta per un buon investimento" e proposta con un linguaggio tipicamente culinario accompagnato da immagini appetitose che attirano l'attenzione del cliente.

Fig. 36: Esempio di immagini pubblicitarie della campagna Fineco su stampa



Fonte: Panorama, febbraio 2005

Fig. 37: Esempio di immagini pubblicitarie della campagna Fineco su Internet



Fonte: www.tiscali.it – banner (gennaio 2006)

Fig. 38: Esempio di immagini pubblicitarie della campagna Fineco su stampa



Fonte: Milano Finanza, febbraio 2005

Il valore offerto, ovvero la promessa che si può estrapolare dal messaggio pubblicitario è: Fineco ti dà la possibilità di scegliere il fondo migliore a seconda dei tuoi “gusti”, utilizzando come metafora il gusto alimentare. L’associazione con il mondo degli investimenti – in cui le torte sono grafici che illustrano la composizione del portafoglio – enfatizza la possibilità di selezionare il meglio del meglio, da soli o con l’aiuto di uno specialista di investimenti.

Accanto a questo tipo di comunicazione di massa, FinecoBank ha attivato anche campagne di viral marketing, capendo che la miglior pubblicità è fatta da un cliente soddisfatto. Sono stati attivati degli incentivi per i clienti di Fineco che avessero invitato i propri amici ad entrare nella banca on line e ad usufruirne dei servizi offerti. Al nuovo cliente veniva offerta la sottoscrizione di un conto corrente agevolato e un kit mare

(cappellino, zainetto e asciugamano). Al “vecchio cliente” veniva regalato un lettore mp3 . Questa strategia è risultata alquanto innovativa per un’azienda che distribuisce prodotti finanziari, ma ha avuto buoni riscontri (nel periodo di attivazione, maggio 2005, l’aumento dei nuovi clienti è stato superiore alla media del 2%).

Oltre a ciò , per promuovere l’investimento in fondi, nel sito c’è la possibilità su richiesta di ricevere un kit informativo dove vengono presentati in dettaglio i servizi offerti da Fineco nell’ambito del risparmio gestito uniti ad una brochure che presenta i fondi delle principali SGR e Sicav proposti dall’azienda. Il tutto viene recapitato gratuitamente per posta, senza alcun vincolo.

Sulla rete invece ha attivato una forma pubblicitaria innovativa utilizzando un advergame dove lo slogan recita :” **FinecoBank abbatte le spese con un advergame**”. Spese Invaders è un videogioco, disponibile nell’area pubblica del sito www.fineco.it, in cui il giocatore a bordo di una navicella spaziale deve distruggere le commissioni rosse del portafoglio di fondi sparando con il mouse e catturare i vantaggi di Fineco in verde, evitando al tempo stesso di essere colpito dalle meteoriti.

Oltre agli advergame, FinecoBank utilizza un altro mezzo di comunicazione, i videobanner, con i quali è costruita la campagna rivolta al trading attualmente on line che gioca sul concetto di una sala operativa nel salotto di casa.

Nonostante l’immagine e il marchio FinecoBank siano di forte impatto , non ha mai promosso sponsorizzazioni di manifestazioni culturali o sportive. Ciò viene fatto ripetutamente dai tradizionali istituti bancari e anche da banche on line (Xelion sponsorizza la lega filo d’oro per il sociale). Molto probabilmente viene ritenuta inutile una sponsorizzazione di eventi che per una banca ha il principale scopo di consolidare il legame col territorio, dato che essendo una banca virtuale non ha di tali necessità.

3.4 La distribuzione

Come già affermato FinecoBank è una tra le più importanti banche on line in Italia che utilizza come principale canale per la distribuzione dei suoi prodotti e servizi la rete internet. Il suo valore aggiunto è senza dubbio la possibilità di offrire ai risparmiatori, che si affidano all'azienda, una consulenza face to face grazie alla sua rete di promotori finanziari. In questo modo viene data la possibilità anche al cliente meno esperto di poter effettuare degli investimenti in fondi, di poter cambiare gli investimenti già effettuati o di cambiare solo ciò che non lo soddisfa. Questa soluzione pone Fineco a metà strada tra la tradizionale offerta allo sportello bancario o con un broker e il vantaggio di seguire in prima persona il proprio portafoglio fondi in rete. In questo modo riesce a soddisfare i clienti più tradizionalisti che prediligono la consulenza di un esperto e coloro che invece riescono ad investire da soli tramite la piattaforma web. Per tutti i clienti ha inoltre attivato un servizio Mobile che permette di accedere al proprio portafoglio tramite il cellulare e che fornisce informazioni in tempo reale sull'andamento dei titoli, previa richiesta tramite sms. Inoltre avvisa il risparmiatore se è stato raggiunto o meno un traguardo prestabilito in precedenza, sempre tramite sms. Spetta al cliente scegliere se attivare una ricezione automatica delle informazioni o se richiederle di volta in volta a seconda delle esigenze.

Questa strategia di compenetrazione tra le più innovative tecnologie e i tradizionali canali è stata attuata anche grazie all'accordo con Capitalia che ha messo a disposizione dei clienti Fineco tutti gli sportelli bancari tradizionali degli istituti appartenenti al gruppo. In questo modo il cliente ha la possibilità di poter avere tutti i vantaggi associati alla banca on line e di poter usufruire di tutte le possibilità offerte da uno sportello tradizionale.

4 Osservazioni e conclusioni

In seguito all'analisi effettuata è stato riscontrato che il gruppo FinecoBank ha avuto un approccio lungimirante puntando sul canale on line, ma continuando a mantenere un legame con la tradizionale distribuzione, dato che in Italia la diffidenza verso l' e-commerce è ancora abbastanza diffusa. Questo canale interattivo in Italia non gode ancora della piena fiducia del cliente che manifesta dubbi soprattutto sulla questione sicurezza, tanto più se legata a questioni pecuniarie. Negli Stati Uniti questa diffidenza è stata superata, grazie anche ad una inclinazione dei paesi anglosassoni ad utilizzare il telefono per fare operazioni bancarie, pagare bollette,... e la distribuzione tramite il web di prodotti finanziari ad oggi è la più diffusa. Cercando di studiare i loro sistemi di sicurezza e adattandoli alle esigenze del risparmiatore Italiano si compierebbero grandi passi verso una direzione adottata da altri stati in Europa come Svezia e Norvegia, cioè quella di utilizzare in modo più consapevole tutte le opportunità offerte dal web. Infatti, soprattutto in campo finanziario diventa rilevante la possibilità di accedere in modo immediato ai mercati da qualsiasi luogo, senza tener conto della possibilità di scelta e di confronto tra i prodotti oltre che alla sensibile riduzione delle commissioni. Inoltre la diffusione di internet in Italia è in continuo aumento, come sono in aumento i contratti per usufruire di sistemi di navigazione più veloci (In Italia la rete ADSL riesce a raggiungere circa l'80% della popolazione³⁸) che rendono più fruibile questo canale. Naturalmente internet ha un basso costo di accesso e quindi agli inizi del 1999 c'è stato un boom di iniziative indipendenti che hanno incrementato la concorrenza. Per sopravvivere ed emergere Fineco ha adottato strategie di marketing che si sono rivelate vincenti. Ha puntato infatti sulla creazione di una reputazione d'azienda puntando sulla pubblicizzazione del proprio marchio anche al di fuori del web, cercando di raggiungere il maggior numero di persone. Ha attuato una politica di prezzi competitivi e in grado di

³⁸ Dati Telecom Italia da Libero, 3 gennaio 2007 – ADSL l'Italia rincorre il resto d'Europa.

evolversi a seconda dell'andamento del mercato e delle scelte dei concorrenti. Ha puntato sull'offerta di servizi cumulativi e ha seguito i suoi clienti fornendo loro tutte le informazioni necessarie e ascoltando le loro esigenze. Tutto ciò unito a una forte attenzione verso l'innovazione e le nuove tecnologie ha portato Fineco a diventare leader del risparmio gestito on line, con una quota nel totale mercato del risparmio gestito pari al 10%.

Ciò nonostante l'azienda presenta ancora alcuni punti deboli, come l'offerta di una gamma di prodotti più ridotta rispetto ai principali concorrenti (On line sim offre più di 1600 fondi, IwBank ne offre oltre 1400, contro gli oltre 1000 di Fineco). Incrementare l'offerta aggiungendo anche fondi previdenziali, per i quali si prevede un grande potenziale di mercato, potrebbe risultare una mossa vincente. Inoltre il personale addetto al call-center non sempre è preparato e quindi non in grado di aiutare un cliente che ha dei problemi nell'utilizzo delle tecnologie informatiche. Avere la possibilità di smistare le chiamate a personale specializzato potrebbe ovviare a ciò, anche se si sosterebbe un aumento dei costi di personale.

Questi punti deboli possono risultare non ancora molto significativi nel complesso, dato che vengono equilibrati dalla possibilità di accedere ad un dei pochi supermercati di fondi con una forte reputazione e un marchio riconosciuto presente in rete. Risulta infatti fondamentale per il cliente la possibilità di scegliere dove allocare i propri risparmi senza alcun tipo di vincolo, cosa non possibile nella maggior parte della banche tradizionali. Ciò viene aggiunto il fattore costo, variabile che diventerà via via sempre più rilevante con l'aumentare della cultura finanziaria dei possessori di fondi comuni.

La strategia futura è rivolta verso le sottoscrizioni tramite PAC, ad oggi effettuabili solo sull'acquisto di Etf. Questo perché sono i giovani i più assidui e competenti utenti di internet e quindi sono i potenziali clienti futuri, che tramite sottoscrizioni Pac possono diventare clienti oggi stesso. Tenendo presente poi che la maggior parte dei giovani utenti ha un titolo di studio elevato, all'inizio delle sottoscrizioni potrebbero non investire cifre considerevoli, ma nel tempo rientrano esattamente nel target dei clienti più profittevoli. Fidelizzarli prima diventerà un investimento per poi. Ecco quindi che promozioni di PAC indirizzate a laureandi o ha coloro che sono appena entrati nel mondo del lavoro potrebbero essere una soluzione da considerare.

Allegati

Allegato A : I fondi comuni di investimento

Allegato B : Tabelle

I – III: Caratteristiche del sottoscrittore di fondi (fonte: Assogestioni);

IV – VI: Bilanci delle famiglie Italiane (fonte: Banca d'Italia, marzo 05);

VII – XXI: Mappa del risparmio gestito (fonte: Assogestioni).

Allegato C : Questionario e risultati

Allegato A

1.1 I fondi comuni d'investimento

Gli organismi di investimento collettivo del risparmio , ai sensi dell'art. 1, 1° comma, lett. m) del TUIF comprendono i fondi comuni di investimento e le società di investimento a capitale variabile (SICAV).

Un fondo comune di investimento è un organismo che, mediante la sottoscrizione di apposite quote di partecipazione, raccoglie risorse finanziarie presso i risparmiatori al fine di gestirle in modo collettivo attraverso il loro investimento in valori mobiliari o altri beni.

Tra i possibili criteri di classificazione dei fondi comuni di investimento troviamo la modalità di funzionamento o struttura (fondi aperti, fondi chiusi, fondi speculativi), il tipo di bene oggetto dell'investimento collettivo (valori mobiliari; valori reali, in primo luogo immobili; quote di altri OICR), l'appartenenza (o meno) dei potenziali sottoscrittori a specifiche categorie, per cui avremo le seguenti tipologie:

- **fondi comuni di investimento mobiliare aperti**, caratterizzati da un capitale variabile e dalla continua entrata e uscita dei partecipanti al fondo attraverso la sottoscrizione di nuove quote di partecipazione o il riscatto delle quote detenute;

- **fondi comuni di investimento mobiliare chiusi**, disciplinati dalla legge n. 344 del 14/08/1993, modificata dal D.Lgs. n. 58/98 e caratterizzati da un capitale fisso e da un limite massimo di quote di partecipazione al fondo sottoscrivibili dai risparmiatori, raggiunto il quale la sottoscrizione delle quote si chiude; qualora la società di gestione intenda aumentare il volume della massa di mezzi finanziari a disposizione del fondo, dovrà deliberare il collocamento di nuove quote, secondo una procedura in un certo modo assimilabile a quella prevista per gli aumenti di capitale delle società per azioni ; l'istituzione di fondi chiusi è consentita alle società di gestione del risparmio e ciascun fondo chiuso deve disporre di un proprio regolamento, approvato dalla Banca d'Italia, che individua le caratteristiche del fondo e stabilisce le modalità attraverso le quali la società di gestione è abilitata ad operare;

- **fondi comuni di investimento immobiliare chiusi**, disciplinati dalla legge n. 86 del 25/01/1994, in parte modificata dal TUIF; la gestione del fondo è affidata ad una società di gestione del risparmio; il patrimonio del fondo deve essere raccolto mediante un'unica emissione di quote, di eguale valore unitario, che devono essere sottoscritte entro il termine massimo di un anno a decorrere dalla data del nulla osta da parte della Consob alla pubblicazione del prospetto informativo ; la durata del fondo non può essere inferiore a dieci anni e superiore a trenta; per ovviare all'impossibilità di smobilizzare la quota, la normativa sui fondi immobiliari chiusi italiani prevede l'obbligatorietà della richiesta di quotazione in Borsa delle quote stesse ;

- **fondi speculativi o hedge funds**, previsti dal regolamento del Min. del Tesoro n. 228/99 come profilo strutturale ulteriore rispetto sia alla tradizionale dicotomia fondi aperti/chiusi sia all'oggetto di investimento; si tratta di fondi non armonizzati con soglia minima di sottoscrizione pari ad un milione di euro, il cui gestore, in deroga alle norme prudenziali sul contenimento del rischio previste dalla normativa sugli OICR (provvedimento Banca d'Italia del 20/09/1999) si prefigge di poter ottenere risultati positivi indipendentemente dall'andamento dei mercati in cui opera; tali fondi utilizzano sofisticate tecniche di investimento, cercando di migliorare le performance e proteggendo il portafoglio da eventuali ribassi del mercato ricorrendo all'apertura di posizioni speculative mediante vendite allo scoperto ;

- **fondi di fondi**, cioè fondi non armonizzati aperti che investono esclusivamente in parti di altri OICR armonizzati, tipologia introdotta nel nostro ordinamento dal provvedimento della Banca d'Italia del 20/09/1999;

- **fondi riservati**: fondi non armonizzati aperti o chiusi, anch'essi disciplinati da recenti disposizioni (D. Min. Tes. 228/99 e provv. B. Italia 20/09/1999) alla cui sottoscrizione possono accedere unicamente investitori qualificati, che derogano alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio.

1.2 I fondi comuni di investimento mobiliare aperti

Il fondo aperto, cioè a capitale variabile, rappresenta la forma più comunemente utilizzata nel campo dei fondi di investimento. Il suo patrimonio varia continuamente (sia nella composizione che nel valore) in relazione agli acquisti e alle vendite realizzate sul mercato a opera dei gestori del fondo, e all'andamento del saldo netto tra nuova raccolta e riscatti chiesti dai partecipanti; è suddiviso in "quote" e il valore di ciascuna quota si determina come rapporto tra il totale delle attività nette del fondo e il numero di quote in circolazione. I partecipanti al fondo aperto hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo.

Un fondo comune di investimento mobiliare aperto, dunque, non è altro che un patrimonio destinato all'investimento, generato dai conferimenti di una massa di risparmiatori. Investendo in fondi, un risparmiatore affida una determinata somma di denaro a società che svolgono professionalmente la gestione, in forma collettiva, di attività finanziarie: le Società di Gestione del Risparmio.

>> E' detto "**comune**" perché la somma versata dal singolo partecipante cessa di essere direttamente riferibile a quest'ultimo, divenendo parte di un patrimonio unico, gestito in monte, sul quale ciascun risparmiatore vanta i medesimi diritti, proporzionalmente all'entità del conferimento.

>> E' "**di investimento**" perché le somme raccolte devono necessariamente essere investite, con le modalità stabilite dalla legge e dal regolamento del fondo. Tali somme non possono essere, ovviamente, utilizzate a propria discrezione dai sottoscrittori, né dal gestore, né restare in forma liquida, fatte salve le esigenze connesse con la gestione del fondo.

>> Il fondo è "**mobiliare**" poiché il suo patrimonio è impiegato esclusivamente in strumenti e prodotti finanziari e "**aperto**" in quanto il sottoscrittore è libero di entrare ed uscire dal fondo in qualsiasi momento.

1.2.1 Classificazione Assogestioni

Esistono sul mercato vari tipi di fondi con caratteristiche abbastanza definite in termini di profilo rischio/rendimento atteso. Vi sono fondi di liquidità (o monetari) che investono soprattutto in titoli obbligazionari a breve termine; fondi obbligazionari che investono in titoli obbligazionari a medio-lungo termine; fondi azionari domestici che investono soprattutto in titoli azionari del mercato italiano; fondi azionari del mercato italiano; fondi azionari internazionali che diversificano all'estero. Le caratteristiche dell'investitore sono quindi rilevanti nel momento in cui sceglie la categoria di fondi comuni nei quali si vuole investire.

Dal 1 luglio 2003, i fondi comuni sono divisi in cinque macro-categorie in base al peso dell'investimento azionario: Assogestioni, l'associazione di categoria delle società di gestione di fondi, ha fissato limiti di investimento per ognuna di esse. Ogni macro-categoria si divide a sua volta in altre sotto-categorie (in totale 42) sulla base di differenti criteri. La classificazione Assogestioni è adottata da tutti i fondi di diritto italiano, da tutti i fondi lussemburghesi storici e da una buona parte dei fondi esteri armonizzati.

- Fondi di liquidità

Si propongono di soddisfare le esigenze di una liquidità immediata con pochi rischi e, al tempo stesso, di un guadagno "sicuro" ma non eccessivo. Non possono quindi investire in azioni e destinano tutto il portafoglio a obbligazioni e liquidità. La duration massima del portafoglio è di sei mesi e non è ammessa la copertura del rischio di cambio. I fondi di liquidità si differenziano in quattro categorie sulla base della valuta di emissione dei titoli in portafoglio: fondi di liquidità area euro, area dollaro, area yen, area altre valute. In realtà sono operative solo le prime due.

I fondi di liquidità area euro, in particolare, sono la trasformazione degli ex fondi monetari: investono in strumenti del mercato monetario (Bot, titoli di Stato con breve durata residua, ...). Sono quindi adatti a chi non può investire nel lungo periodo, perché magari ha una spesa imminente da fronteggiare. Il loro rendimento è in linea con quello dei Bot: perciò non è elevato, ma al tempo stesso è stabile perché il valore della quota

oscilla di poco; la probabilità che l'investimento si chiuda in perdita, anche a poca distanza dalla sottoscrizione, è minima.

- *Fondi Obbligazionari*

Si propongono il conseguimento della massima redditività immediata. Non possono investire in azioni (con l'eccezione degli obbligazionari misti, che possono investire fino al 20% in Borsa) e pertanto destinano tutto il portafoglio a obbligazioni e liquidità. Si prestano a soddisfare l'esigenza di chi vuole far crescere il capitale nel medio periodo (3-5 anni). Su questi archi temporali, il loro rendimento finale è solitamente superiore a quello dei fondi di liquidità, ma l'oscillazione della quota (volatilità) è superiore.

La volatilità degli obbligazionari è tanto maggiore quanto più è lunga la scadenza media dei titoli in portafoglio (duration) e tanto maggiore è l'esposizione al rischio valutario. Assogestioni prevede 16 categorie di fondi obbligazionari, di cui 14 specializzate e 2 non specializzate. La classificazione dei fondi obbligazionari specializzati è basata su due criteri. Rischio di mercato (valuta di denominazione e duration del portafoglio) e rischio di credito, ovvero giurisdizione dell'emittente (paesi sviluppati o emergenti), tipologia dell'emittente (sovrano piuttosto che impresa), merito creditizio (investment grade o high yield).

Sulla base di tale ricostruzione dei fattori di rischio si definiscono le seguenti categorie:

Fondi Obbligazionari Euro governativi a breve termine: investono almeno l'80% del portafoglio in titoli di stato e altri strumenti obbligazionari denominati in euro emessi da governi sovrani di paesi sviluppati o enti sopranazionali promossi dagli stessi governi; la duration del fondo è inferiore o uguale a due anni.

Fondi Obbligazionari Euro governativi a medio-lungo termine: investono almeno l'80% del portafoglio in titoli di Stato e altri strumenti obbligazionari denominati in euro emessi da governi sovrani di Paesi sviluppati o enti sopranazionali promossi dagli stessi governi; la duration del fondo è superiore a due anni.

Fondi Obbligazionari Euro corporate investment grade: investono almeno il 70% del portafoglio in obbligazioni emesse da soggetti diversi da quelli governativi e sopranazionali (imprese) e denominati in euro.

Fondi Obbligazionari Euro high yield: investono almeno il 70% del portafoglio in obbligazioni emesse da soggetti diversi da quelli governativi e sovranazionali (imprese) e denominati in euro.

Fondi Obbligazionari Dollaro governativi a breve termine: investono almeno l'80% del portafoglio in titoli di stato e altri strumenti obbligazionari denominati in dollari emessi da governi sovrani di Paesi sviluppati o enti sovranazionali promossi dagli stessi governi; la duration dei fondi è inferiore o uguale ai due anni.

Fondi Obbligazionari Dollaro governativi a medio-lungo termine: investono almeno l'80% del portafoglio in titoli di Stato e altri strumenti obbligazionari denominati in dollari emessi da governi sovrani di Paesi sviluppati o enti sovranazionali promossi dagli stessi governi; la duration del fondo è superiore a due anni.

Fondi Obbligazionari Dollaro corporate investment grade: investono almeno il 70% del portafoglio in obbligazioni emesse da soggetti diversi da quelli governativi e sovranazionali (imprese) e denominati in dollari.

Fondi Obbligazionari Dollaro high yield: investono almeno il 70% del portafoglio in obbligazioni emesse da soggetti diversi da quelli governativi e sovranazionali (imprese) e denominati in dollari.

Fondi Obbligazionari internazionali governativi: investono almeno l'80% del portafoglio in titoli di Stato e altri strumenti obbligazionari emessi da governi sovrani di Paesi sviluppati o enti sovranazionali promossi dagli stessi governi, denominati in diverse valute e senza limiti di duration.

Fondi Obbligazionari internazionali corporate investment grade: investono almeno il 70% del portafoglio in obbligazioni emesse da soggetti diversi da quelli governativi e sovranazionali, denominati in diverse valute e senza limiti di duration.

Fondi Obbligazionari internazionali high yield: investono almeno il 70% del portafoglio in obbligazioni emesse da soggetti diversi da quelli governativi e sovranazionali, denominati in diverse valute e senza limiti di duration.

Fondi Obbligazionari Yen: investono almeno il 70% del portafoglio in titoli di Stato e altri strumenti obbligazionari denominati in yen, senza limiti di duration e di tipologia emittente.

Fondi Obbligazionari Paesi emergenti: investono in obbligazioni e titoli di Stato dei Paesi emergenti per almeno il 70%, senza limiti di duration, di valuta e di tipologia di emittente.

Fondi Obbligazionari altre specializzazioni (classe residuale): investono solamente in obbligazioni e in titoli di Stato, con politiche di investimento specializzate in fattori di rischio e/o tecniche di gestione fissate nei regolamenti, che non sono rappresentate nelle tipologie obbligazionarie.

Fondi Obbligazionari misti: sono gli unici obbligazionari che possono investire in azioni (fino al 20%), il resto in obbligazioni e titoli di Stato in qualunque divisa.

Fondi Obbligazionari flessibili: sono caratterizzati da una politica di investimento obbligazionaria total return (a ritorno assoluto), ovvero senza alcun limite all'esposizione ai fattori di rischio caratteristici dell'investimento in strumenti obbligazionari.

- Fondi Bilanciati

Hanno per scopo l'incremento di valore del patrimonio, abbinato al conseguimento di una discreta redditività immediata. Il loro portafoglio è composto sia da titoli a reddito fisso che da titoli azionari. Investendo quindi in un mix di titoli di stato, obbligazioni e azioni, in Italia e all'estero con un unico vincolo: la quota del portafoglio destinata alle azioni deve essere compresa tra il 10% e il 90%. Si adattano a chi vuol far crescere il capitale nel medio e lungo periodo (oltre 5 anni), con un rendimento potenzialmente superiore rispetto a quello degli obbligazionari e una volatilità ovviamente maggiore per via della componente azionaria.

Sono divisi in tre categorie basate sul peso che assume la componente azionaria:

Bilanciati azionari: azioni in portafoglio comprese tra il 50% e il 90 %;

Bilanciati: azioni in portafoglio comprese tra il 30% e il 70%;

Bilanciati obbligazionari: azioni in portafoglio comprese tra il 10% e il 50%.

- Fondi Azionari

Si propongono il conseguimento di plusvalenze di capitale. Investono prevalentemente (almeno il 70% del portafoglio) in azioni e sono adatti a soddisfare l'esigenza di chi vuol far crescere il proprio capitale nel lungo periodo (7-10 anni e oltre). La rischiosità

dei fondi azionari, in generale, cresce all'aumentare della specializzazione: i fondi diversificati su più paesi sono quelli meno volatili.

I fondi azionari sono divisi in 18 categorie caratterizzate da un investimento principale pari al 70% del portafoglio con emittenti o specializzazioni definiti dalle categorie, e da un investimento residuale pari al massimo al 30% del portafoglio in titoli obbligazionari di qualunque emittente e in liquidità nella valuta del mercato di riferimento oppure in euro.

Fondi Azionari Italia: investono un minimo del 70% in azioni italiane.

Fondi Azionari internazionali: investono almeno il 70% in azioni internazionali.

Fondi Azionari area euro, Europa, Pacifico, America e Paesi emergenti: investono almeno il 70% in azioni di Paesi europei, dell'area euro, dell'area del Pacifico, o dei Paesi nordamericani o Paesi emergenti.

Fondi Azionari Paese: investono almeno il 70% in azioni con emittente appartenente al Paese (o, se del caso, gruppo ristretto di paesi) discrezionalmente definito nel regolamento del fondo stesso.

Fondi Azionari settoriali (*energia e materie prime, industria, beni di consumo, salute, finanza, informatica, servizi di telecomunicazione, pubblica utilità, altri settori*). Investono almeno il 70% in azioni di qualunque emittenti ma appartenenti a uno o più settori oppure (*azioni altri settori*) a una qualunque combinazione di due o più settori, così come definito dal regolamento.

Specializzati altre specializzazioni: investono almeno il 70% in azioni specializzate (per settori, per tipologia di aziende ...)

- *Fondi Flessibili*

Non rientrano in nessuna delle precedenti categorie, non hanno alcun vincolo sull'asset allocation di base (azioni-obbligazioni) e sono i fondi più speculativi. Investono quindi senza restrizioni, secondo i criteri fissati dal regolamento del fondo, a seconda delle aspettative del gestore. Su questi fondi, a differenza di tutti gli altri non c'è obbligo di confronto con il benchmark.

- *Altre categorie*

Ulteriori segnalazioni previste da Assogestioni riguardano:

fondi etici: hanno una politica di investimento che vieta l'acquisto di un insieme di titoli (armi, tabacco, ...) e/o privilegia l'acquisizione di altri.

Fondi indicizzati: la cui politica di investimento ha come obiettivo la riproduzione del profilo di rischio/rendimento di un indice di mercato calcolato da terzi.

Fondi a capitale protetto: si propongono di proteggere il valore del capitale investito attraverso la limitazione delle perdite.

- *Exchange trade found (ETF)*

Gli ETF sono titoli rappresentativi di portafogli che replicano particolari indici o panieri di borsa. Ogni emissione ha l'obiettivo di generare sinteticamente un profilo di rischio/rendimento corrispondente a quello dell'indice sottostante. Sotto gli ETF c'è sempre un portafoglio indicizzato, ma rispetto ai fondi comuni indicizzati, essi possono essere negoziati in tempo reale come se fossero azioni qualsiasi, senza aspettare i tempi di sottoscrizione o riscatto e possono essere venduti allo scoperto. La maggior parte degli ETF non ha scadenza; si tratta quindi di strumenti per sfruttare la crescita di lungo periodo dei mercati azionari in modo semplice, trasparente a costi limitati e con buona liquidità.

Tab. 1/A – Classificazione Assogestioni dei fondi comuni e delle SICAV –Tabella riassuntiva

Categorie	Azioni (%)	Tipologie degli investimenti
AZIONARI		
Az. Italia	≥ 70 %	Emittente e/o mercato italiano
Az. Area euro	≥ 70 %	Emittente e/o mercato area euro
Az. Europa	≥ 70 %	Emittente e/o mercato area Europa
Az. America	≥ 70 %	Emittente e/o mercato area America
Az. Pacifico	≥ 70 %	Emittente e/o mercato area Pacifico
Az. Paesi emergenti	≥ 70 %	Emittente e/o mercato paesi emergenti
Az. Internazionali - tutti settori	≥ 70 %	Emittente e/o mercato di ogni area geografica, nessuna specializzazione settoriale
Az. Internazionali – nuove tecnologie e telecomunicazioni	≥ 70 %	Emittente e/o mercato di ogni area geografica, specializzazione nuove tecnologie e telecomunicazioni
Az. Altre specializzazioni	≥ 70 %	Specializzato come da regolamento del fondo
BILANCIATI		
Bilanciati azionari	50-90 %	Obiettivi di investimento da regolamento del fondo
Bilanciati	30-70 %	Obiettivi di investimento da regolamento del fondo
Bilanciati obbligazionari	10-50 %	Obiettivi di investimento da regolamento del fondo
OBBLIGAZIONARI		
Obbl. misti	≤ 20 %	Specializzato come da regolamento del fondo
Obbl. area euro a breve termine	0 %	100 % obbl. e liquidità denominate in euro, duration ≤ 2
Obbl. area euro a medio-lungo termine	0 %	100 % obbl. e liquidità denominate in euro, duration ≥ 2
Obbl. area Europa	0 %	100 % obbl. e liquidità denominate in qualunque divisa europea
Obbl. area dollaro	0 %	90 % obbl. e liquidità denominate in dollari (USA, Canada, Australia, Nuova Zelanda), duration ≤ 2
Obbl. area yen	0 %	90 % obbl. e liquidità denominate in yen
Obbl. paesi emergenti	0 %	70 % obbl. e liquidità di emittenti di paesi emergenti

Obbl. internazionali	0 %	Diversificato internazionalmente
Obbl. altre specializzazioni	0 %	Specializzato come da regolamento del fondo
FONDI LIQUIDITA'		
Fondi liquidità area euro	0 %	Obbl. e liquidità denominate in euro, duration ≤ 0.5 , merito di credito minimale dell'emittente
FLESSIBILI		
Flessibili	0-100 %	Obiettivo di investimento come da regolamento del fondo

1.3 Il costo dell'investimento

Accanto agli oneri posti direttamente a carico dei partecipanti (legati alle attività di commercializzazione delle quote) ed alle provvigioni di gestione (rappresentate dalle commissioni di incentivazione e di gestione, prelevate dal patrimonio del fondo) a carico di un fondo comune di investimento (e, quindi, indirettamente, del risparmiatore), sono poste le spese elencate dal provvedimento del 1 luglio 1998 dalla Banca d'Italia:

- il compenso da riconoscere alla banca depositaria;
- gli oneri di intermediazione inerenti la compravendita dei valori mobiliari;
- oneri connessi all'eventuale quotazione dei certificati rappresentativi delle quote;
- spese di pubblicazione del valore unitario delle quote e dei documenti di informativa periodica;
- spese di revisione e certificazione dei rendiconti dei fondi;
- oneri fiscali di pertinenza del fondo;
- spese legali e giudiziarie sostenute nell'esclusivo interesse del fondo;
- contributo di vigilanza dovuto alla Consob.

Per quanto riguarda le commissioni, possono essere catalogate secondo le seguenti tipologie:

Commissioni di sottoscrizione: rappresentano i costi di entrata nel fondo e sono normalmente commisurate all'ammontare lordo delle sottoscrizioni, con una percentuale fissa o, più spesso, decrescente all'aumentare della somma investita; l'ulteriore differenziazione per tipologia (commissione più bassa per fondi di liquidità e via via crescente per obbligazionari, bilanciati ed azionari) trae origine dalla maggiore complessità nella gestione dei portafogli e dal maggior contenuto consulenziale di cui godrebbe l'aderente all'aumentare del livello di rischio del prodotto. Costituiscono la remunerazione della rete di vendita;

Commissioni di switch: sono poco diffuse e vengono pagate dal sottoscrittore che intende traslare il patrimonio, o parte di esso, investito in un fondo ad un altro fondo gestito dalla medesima società. Queste possono essere fisse o espresse in percentuale del capitale trasferito;

Commissioni di rimborso: vengono applicate solo nei primi anni, decrescono nel tempo fino ad annullarsi, costituendo così uno strumento di fidelizzazione del sottoscrittore. Sono tuttavia sempre più le società che offrono prodotti "no load", cioè senza commissioni di entrata o uscita, ad eccezione di un diritto fisso a titolo di rimborso spese (nell'ordine delle decine di euro);

Commissioni di gestione: costituiscono la remunerazione del gestore e vengono calcolate normalmente sulla base di una percentuale annua rapportata giornalmente al valore complessivo netto del fondo;

Commissione di incentivo: si tratta di una remunerazione aggiuntiva a favore della società di gestione, dovuta nel caso in cui il risultato periodico superi un parametro di riferimento.

1.4 L'evoluzione normativa

La legge n. 77 del 23 marzo 1983 ("Istituzione dei fondi comuni d'investimento mobiliare") disciplinò un fenomeno che, di fatto aveva avuto la sua prima, timida apparizione nel nostro Paese (attraverso i fondi atipici e quelli di diritto lussemburghese) e favorì l'accesso di larghe masse di risparmiatori alla proprietà azionaria, contribuendo a determinare un consistente aumento della numerosità e dei

settori di appartenenza dei titoli quotati alla borsa valori. Essa sanciva l'esclusività dell'oggetto sociale delle società di gestione, limitandolo al fondo comune di investimento mobiliare aperto e creava un nesso inscindibile tra tipo di gestore e tipo di prodotto (fondo) che è stato completamente superato solo dal Testo Unico della finanza. In seguito, i decreti legislativi n. 83 e n. 84 del 25 gennaio 1992 hanno recepito con notevole ritardo le Direttive Comunitarie n. 611/85 e 220/88, emanate per armonizzare la disciplina che regola gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) negli Stati membri. La società di gestione, che assume la forma di società per azioni, può essere autorizzata a gestire più fondi (rimuovendo, anche se nell'ambito di un regime autorizzatorio e di deroga al principio generale della esclusività, il divieto preesistente). In particolare, il decreto lgs. n. 84/92 allargava i confini delle possibili scelte d'investimento, istituendo le SICAV, un istituto completamente nuovo per il nostro ordinamento, che consentiva agli investitori di diventare azionisti della società di gestione e non più semplicemente partecipanti al patrimonio di un fondo dotato di autonomia giuridica rispetto alla stessa.

Con la legge n. 1 del 2/01/1991 veniva istituita una nuova figura di intermediario, quella delle società di intermediazione mobiliare (SIM) alle quali era riservata l'attività di intermediazione mobiliare. Nel novero delle attività di intermediazione mobiliare era compresa la gestione individuale di patrimoni mobiliari (art. 1 – comma 1 – lettera c) ma non quella collettiva, che resta quindi appannaggio esclusivo delle società di gestione di fondi comuni e delle SICAV.

Intensa (quanto disorganica) la produzione normativa nella prima metà degli anni '90:

- con D. Lgs. 21 aprile 1993 n. 124, modificato dalla Legge 8 agosto 1995, n. 335 sono stati introdotti i fondi pensione;
 - con legge n. 344 del 14 agosto 1993 sono stati istituiti i fondi comuni di investimento mobiliari chiusi, per le cui norme di attuazione si sono dovuti attendere quattro anni;
 - la legge 25 gennaio 1994 n. 86 ha disciplinato i fondi immobiliari chiusi;
 - il decreto legislativo 17 marzo 1995 n. 174 ha ridefinito la disciplina dell'esercizio dell'attività assicurativa ramo vita secondo i principi della direttiva comunitaria n. 96 del 1992 (terza direttiva comunitaria in materia di assicurazione diretta sulla vita).
- Il decreto legislativo n. 415, emanato il 23 luglio 1996, ha recepito le direttive comunitarie n. 22/93 (relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari)

e n. 6/93 (in materia di adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e delle banche) ponendo le basi per l'avvio del mercato unico europeo dei servizi di investimento. Per rendere più agevole l'adeguamento della normativa ad un sistema finanziario in rapida evoluzione, il decreto ha previsto un ampio ricorso alla tecnica della delegificazione, attraverso un disegno organizzativo dei mercati articolato in previsioni legislative e atti regolamentari ed ha introdotto un modello privatistico dei mercati regolamentati in un'ottica di riduzione del costo sociale dei controlli. In attuazione degli artt. 25 e 18 la Consob ha emanato il regolamento sulla prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori (deliberazione n. 10943 del 30/09/1997) che introduce delle importanti innovazioni alla disciplina della gestione di portafoglio tra le quali va segnalata la rendicontazione del rendimento della gestione ad un parametro oggettivo di riferimento (art. 15).

1.4.1 Il Testo Unico delle disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria

Il decreto legislativo n. 58 del 24/02/1998 (TUIF) segna un punto di svolta nel riassetto della disciplina dei servizi di investimento e degli intermediari, dei mercati e, nella parte societaria, della disciplina dell'appello al pubblico risparmio, delle società quotate sui mercati regolamentati e dell'insider trading, attraverso tre linee di intervento:

- un quadro normativo più snello con maggiore affidamento sull'autoregolamentazione e minor peso degli oneri di natura amministrativa a carico degli intermediari, con una tendenziale riduzione delle riserve di attività nell'area del risparmio gestito e, conseguentemente, un maggiore grado di omogeneità nelle disposizioni e nei controlli a tutela dell'investitore;
- la realizzazione di un'adeguata cornice normativa per l'avvio delle nuove società private di gestione dei mercati;
- una revisione della disciplina delle società quotate per migliorarne i rapporti con un mercato dei capitali ormai integrato con la realtà internazionale.

Il TUIF si articola in quattro parti.

Nella PARTE I: DISPOSIZIONI COMUNI vengono fornite le definizioni relative alla terminologia tecnica impiegata; definiti i rapporti con il diritto comunitario e le altre fonti normative; sanciti i principi fondamentali in materia di collaborazione tra autorità (nazionali ed internazionali, in primo luogo comunitarie) e segreto d'ufficio .

La PARTE II: DISCIPLINA DEGLI INTERMEDIARI riflette in larga misura quanto previsto dal d. lgs. 415/96, con l'importante eccezione delle gestioni collettive; la normativa riceve dal TUIF un contributo fondamentale in termini di organicità, in quanto la Legge n. 77/83, il decreto legislativo 23 luglio 1996 n. 415 e le varie norme stratificatesi tra questi due provvedimenti determinavano un insieme complesso nella costruzione e nell'applicazione. Relativamente alla gestione collettiva del risparmio, il Testo Unico innova profondamente, creando i presupposti per la nascita e lo sviluppo di intermediari capaci di offrire tutti i servizi di gestione patrimoniale, individuale e collettiva, analogamente a quanto già avviene nei principali sistemi finanziari e rimuovendo i vincoli normativi che hanno reso il settore della gestione del risparmio frammentato tra vari intermediari che possono operare solo in alcuni segmenti di attività. Pur confermando la distinzione tra gestione collettiva ed individuale, è stata introdotta la figura del gestore unico prevedendo che le società di gestione del risparmio possano operare su portafogli collettivi (fondi comuni) e individuali (GPM, GPF) mentre imprese di investimento, banche e SIM siano limitate alle gestioni individuali. La regolamentazione dei prodotti di gestione collettiva, in passato definita dalla legislazione primaria, viene resa più flessibile, affidandola a criteri generali determinati dal ministero del Tesoro in concerto con la Banca d'Italia e la Consob e rinviando, per la disciplina tecnica di dettaglio, a regolamenti emanati da queste ultime ("delegificazione finanziaria"). Si è realizzato un rafforzamento del principio di vigilanza per finalità, introdotto dalla legge n. 1/91 e riaffermato con il D.Lgs. n. 415/96, attuando una ripartizione di competenze tra la Banca d'Italia e la Consob: "La vigilanza (...) ha per scopo la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei soggetti abilitati, avendo riguardo alla tutela degli investitori ed alla stabilità, alla competitività ed al buon funzionamento del sistema finanziario. La Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio e la stabilità

patrimoniale. La Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti ." (Art. 5 – commi 1, 2 e 3 – D.Lgs. n. 58/98). Esteso a tutti i soggetti abilitati (imprese di investimento, cioè SIM ed imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie; società di gestione del risparmio; SICAV; intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del T.U. bancario; banche), tale modello si è reso necessario in quanto, con l'evoluzione dei mercati, si sono fatti incerti i confini tra le attività e le diverse categorie di operatori con l'emergere di prodotti e servizi finanziari sostanzialmente simili offerti da intermediari di diversa matrice. Ai sensi dell'art. 6 del TUIF, la Consob (con delibera n. 11522 dell'1/07/1998) e la Banca d'Italia (con i provvedimenti dell'1/07/98 e del 20/09/1999) hanno emanato un regolamento che disciplina tali loro competenze.

Nella PARTE III: DISCIPLINA DEI MERCATI E DELLA GESTIONE ACCENTRATA DI STRUMENTI FINANZIARI si pongono le basi di un processo di privatizzazione del mercato , attraverso la trasformazione dei precedenti assetti (proprietari ed organizzativi) dei mercati mobiliari, caratterizzato dai seguenti elementi:

- riconoscimento della natura imprenditoriale dell'attività di organizzazione e gestione dei mercati;
- superamento della tradizionale concezione di tale attività come pubblico servizio;
- sottrazione dell'attività di organizzazione e gestione dei mercati alla sfera di competenza di autorità pubbliche e affidamento della stessa a soggetti privati;
- mantenimento in capo agli organi di controllo pubblici unicamente di poteri di vigilanza e di supervisione generale;
- sostituzione delle tradizionali fonti legislative e regolamentari di disciplina dei mercati con atti di matrice privatistica.

Viene attuata una riforma della gestione accentrata di strumenti finanziari, collocata in un'area privatistica: "l'attività di gestione accentrata di strumenti finanziari ha carattere di impresa ed è esercitata nella forma di società per azioni, anche senza fine di lucro" .

La PARTE IV: DISCIPLINA DEGLI EMITTENTI opera in primo luogo una riforma della normativa relativa all'informazione societaria, talvolta troppo complessa e non sempre idonea a garantire le notizie davvero necessarie, soprattutto quando l'apparente

centro di gestione della singola società non coincide con quello di effettivo comando: si pone così rimedio a frammentarietà ed incompletezze della disciplina previgente, assicurando una migliore qualità dell'informazione che il mercato può aspettarsi di ricevere dagli emittenti titoli quotati, una maggiore razionalità nell'uso degli strumenti di controllo interno ed esterno a garanzia del buon funzionamento della gestione amministrativo-contabile delle società, un rafforzamento della tutela degli azionisti di minoranza e del risparmio affluente ai mercati finanziari. Qui il generale disegno di delegificazione opera nel senso di una attribuzione di poteri regolamentari alla Consob relativamente all'applicazione di obblighi informativi all'offerente, che quando intende effettuare una sollecitazione all'investimento deve dare preventiva comunicazione alla Consob e pubblicare un prospetto che contiene le informazioni necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente. Nel caso sussista un fondato sospetto di violazione della disciplina, è previsto un potere informativo della Consob nei confronti di acquirenti o sottoscrittori di prodotti finanziari, nonché dei soggetti che svolgono attività di sollecitazione.

Notevoli le innovazioni apportate in materia di offerte pubbliche d'acquisto, obblighi informativi, partecipazioni reciproche, tutela delle minoranze, uso illecito dell'informazione, tutte nell'ottica di contemperare l'esigenza di tutela dell'investitore con la ricerca dell'efficienza del mercato.

Le disposizioni contenute nel decreto legislativo n. 58 /1998 sono entrate in vigore con tempi differenziati, dipendenti dall'emanazione di regolamenti attuativi; per la parte relativa alla disciplina degli intermediari vanno ricordati: il decreto del Ministero del Tesoro n. 468 del 11/11/1998, relativo ai requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali presso SIM, società di gestione del risparmio e SICAV; il decreto n. 469 del 11/11/1998 relativo all'individuazione dei requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale delle SIM, delle società di gestione del risparmio e delle SICAV; il decreto del Ministero del Tesoro n. 228 del 24/05/1999, che contiene la definizione dei criteri generali per la redazione dei regolamenti dei fondi; i provvedimenti della Banca d'Italia dell'1/07/1998 (autorizzazione alle SGR; regolamento dei fondi; organizzazione, controlli e partecipazione al capitale di SGR e SICAV) e del

20/09/1999 (partecipazioni detenibili dalle SGR; patrimonio degli OICR; fusione e scissione di SGR e di fondi; banca depositaria) e la delibera Consob n. 11522 dell'1/07/1998, relativa alla disciplina degli intermediari.

1.5 La SGR

La promozione, l'istituzione, l'organizzazione e la gestione del patrimonio di fondi comuni di investimento aperti e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti sono attività riservate alle società di gestione del risparmio, società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzate a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio e il servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi.

Con la nascita delle SGR, il TUIF ha introdotto nell'ordinamento italiano il c.d. "gestore unico", nuova figura di intermediario abilitato ad operare in tutti i campi della gestione patrimoniale. La creazione di un intermediario esclusivamente destinato alla gestione dei patrimoni, abilitato a gestire per conto di terzi sia in forma "collettiva" che in forma "individuale" al fine di ottenere una offerta più chiara, costi di gestione ridotti in ragione delle economie di scala, una maggiore tutela del cliente per le ipotesi di conflitti di interesse da polifunzionalità, rappresenta uno dei principali profili di novità della disciplina della gestione del risparmio introdotta dal TUIF. L'art. 33 del Testo Unico abroga quanto disposto dall'art. 1 della legge 77/83 relativamente all'esclusività dell'oggetto sociale, stabilendo che alle SGR è riservata, unitamente alle SICAV, la prestazione di servizi di gestione collettiva, comprendenti la promozione, istituzione ed organizzazione dei fondi comuni di investimento nonché la gestione del patrimonio degli organismi di investimento collettivo del risparmio (comma 2 - lett. a); inoltre, ai sensi dell'art. 33 - comma 2 - lett. b) e c), le SGR possono prestare il servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi, istituire e gestire fondi pensione e svolgere le attività connesse e strumentali stabilite dalla Banca d'Italia, sentita la Consob. Ad evitare che tale impostazione esaspera i rischi di conflitti d'interesse, la normativa definisce una chiara e netta separazione tra le due attività e

dispone che le SGR non possono svolgere alcun altro tipo di servizio finanziario o d'investimento, come l'attività di negoziazione.

L'art. 34 del TUIF stabilisce che "la Banca d'Italia, sentita la Consob, autorizza l'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio e del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento da parte delle società di gestione del risparmio quando ricorrono le seguenti condizioni:

- a) sia adottata la forma di società per azioni;
- b) la sede legale e la direzione generale della società siano situate nel territorio della Repubblica;
- c) il capitale sociale versato sia di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia (attualmente un milione di euro);
- d) i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo abbiano i requisiti di professionalità e onorabilità indicati dall'articolo 13 del TUIF;
- e) i partecipanti al capitale abbiano i requisiti di onorabilità indicati dall'articolo 14 del TUIF;
- f) la struttura del gruppo di cui è parte la società non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società stessa e siano fornite almeno le informazioni richieste ai sensi dell'articolo 15, comma 5 (partecipazioni qualificate al capitale della SGR) del TUIF;
- g) venga presentato, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, un programma concernente l'attività iniziale nonché una relazione sulla struttura organizzativa;
- h) la denominazione sociale contenga le parole "società di gestione del risparmio".

Le procedure di autorizzazione sono disciplinate dal cap. I del provv. Banca d'Italia dell'1/07/1998, emanato in attuazione dell'art. 34, comma 3, TUIF. La Banca d'Italia, nell'esaminare la domanda di autorizzazione, verifica l'esistenza dei presupposti oggettivi indicati all'art. 34 del TUIF, e valuta sul piano tecnico la sussistenza delle condizioni di idoneità dei partecipanti al capitale e del gruppo di appartenenza della società istante ed il programma di attività. L'autorizzazione è negata quando dalla verifica delle condizioni precedentemente indicate non risulta garantita la sana e prudente gestione. L'autorizzazione è rilasciata entro il termine di 90 gg. dalla data di ricevimento della domanda (vedi nota), corredata dalla richiesta documentazione; le

SGR autorizzate sono iscritte in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia . La società deve predisporre un programma, da allegare alla domanda di autorizzazione (unitamente ai bilanci di previsione dei primi tre esercizi e ad una relazione sulla struttura organizzativa) che illustri l'attività iniziale e le sue linee di sviluppo, gli obiettivi perseguiti e le strategie per la loro realizzazione. Il programma deve indicare tutte le attività che la società intende svolgere, compresa l'eventuale istituzione e/o gestione di fondi pensione e le attività connesse e strumentali.

Con riferimento ai servizi di gestione collettiva devono essere indicate le seguenti informazioni:

- a) la tipologia di fondi che la società intende istituire e di clientela cui si indirizza il servizio (investitori istituzionali, piccoli risparmiatori, ecc.);
- b) le modalità di svolgimento dell'attività gestoria (se la società intende limitare la propria attività all'istituzione e promozione dei fondi ovvero se intende svolgere direttamente l'attività gestoria).

Norme specifiche disciplinano la partecipazione al capitale delle SGR: in base al decreto del Min. del Tes. n. 469/1998, chiunque detenga azioni con diritto di voto in misura superiore al 5% (o una partecipazione "di controllo" ai sensi del D.Lgs. n. 385/1993, T.U. bancario) non può esercitare il diritto di voto per le azioni eccedenti (o per l'intera partecipazione di controllo) qualora sia stato sottoposto a determinate misure giudiziarie di prevenzione (persone pericolose per la sicurezza e la moralità; disposizioni contro la mafia) o condannato per reati in materia finanziaria o economica o per delitto non colposo . Chiunque, inoltre, intenda acquisire (direttamente o indirettamente) azioni di una SGR che, tenuto conto di quelle già possedute, diano luogo ad una partecipazione al capitale con diritto di voto superiore al 5%; al superamento delle soglie del 10, 20, 33 e 50%; o al controllo della SGR, è tenuto a darne preventiva comunicazione alla Banca d'Italia, che verifica il possesso dei requisiti di onorabilità . Limiti sono previsti anche per l'assunzione di partecipazioni da parte delle SGR, che possono riguardare unicamente banche, società finanziarie, imprese di assicurazione e società strumentali ; se di controllo, l'acquisizione deve essere comunicata, con almeno 60 giorni di anticipo, alla Banca d'Italia, che può vietarla. Le SGR sono tenute alla revisione dei propri bilanci da parte di una società di revisione

iscritta in apposito albo tenuto dalla Consob. Alla SGR spetta il diritto di voto relativo agli strumenti finanziari di pertinenza dei fondi amministrati, salvo diversa disposizione di legge; il diritto va esercitato nell'interesse dei partecipanti. In caso di distinzione tra SGR promotrice e gestore, il diritto spetta a quest'ultimo, salvo patto contrario.

Da un punto di vista economico, la creazione della SGR, consentendo di unificare l'attività di asset management, permette di conseguire un notevole risparmio di costi, perché tende ad evitare tutte quelle duplicazioni che esistevano in passato. Infatti, posto che l'aspetto strategico-decisionale riguardante gli investimenti del portafoglio è sostanzialmente lo stesso tanto per le gestioni individuali quanto per quelle collettive, è conveniente accentrare il tutto nella SGR piuttosto che avere due strutture separate che svolgono le stesse mansioni. A ciò si deve aggiungere il vantaggio in termini di economie di scala, derivante dai maggiori volumi che l'unificazione consente di raggiungere.

1.6 La delegabilità dell'attività del gestore

Rispetto alla normativa precedente, il TUIF lascia alle SGR margini decisionali più ampi relativamente alla propria struttura organizzativa, con la possibilità di scindere l'attività di promozione, istituzione ed organizzazione di fondi comuni, nonché amministrazione dei rapporti con i partecipanti, da quella di gestione. L'assunzione del compito di gestione da parte di una SGR diversa da quella promotrice, come previsto dal provvedimento della Banca d'Italia dell' 1/07/1998 (cap. VII, sez. I, par. 2) non deriva, quindi, dal conferimento di un incarico, successivamente all'istituzione del fondo, ma è determinata nella fase genetica del fondo medesimo e disciplinata nel regolamento di gestione; non è previsto un termine di durata né la possibilità, per il promotore, di impartire indicazioni vincolanti al gestore. Della separazione strutturale tra società promotrice e società che gestisce il patrimonio di OICR di propria o altrui istituzione si occupa, più dettagliatamente, anche l'art. 52 del regolamento Consob 11522/1998, secondo il quale l'affidamento in gestione può avvenire sulla base di apposita convenzione tra le SGR interessate, della quale sia data notizia nel prospetto informativo, che non limita la responsabilità delle società stipulanti (come stabilito dallo

stesso TUIF, art. 36 comma 5); un costante flusso di informazioni deve consentire alla promotrice la puntuale amministrazione dei rapporti con i partecipanti.

Diversa la fattispecie di cui all'art. 53 del regolamento Consob, relativo alla delega della gestione di OICR da parte di una SGR ad "intermediari autorizzati", concetto più ampio che comprende, oltre alle SGR, gli intermediari comunitari autorizzati nel Paese d'origine e quelli extracomunitari, a condizione che esistano apposite intese tra la Consob e la Banca d'Italia e le autorità dello Stato in cui hanno sede. Rimane l'area "grigia" delle eventuali succursali comunitarie di intermediari non comunitari, abilitate al servizio di gestione (e sottoposte a vigilanza) dall'autorità del Paese comunitario in cui sono stabilite. La delegabilità "funzionale" non appare soggetta ad alcun vincolo quantitativo (può esserne oggetto anche l'intero patrimonio dell'OICR), ma si differenzia dalla separazione "istituzionale" promozione/gestione sotto il profilo qualitativo, restando in capo al delegante compiti di natura gestionale (asset allocation): viene, in sostanza, trasferita la sola scelta degli specifici investimenti (stock picking). La delega deve avere durata determinata (salva la possibilità di revoca in ogni momento) e non limita la responsabilità del delegante. Per ragioni di trasparenza la Consob richiede che della delega sia data notizia nel prospetto informativo, senza peraltro imporre l'obbligo di indicare il nome del delegato.

1.7 La banca depositaria

Allo scopo di garantire efficienza nell'esecuzione delle istruzioni impartite dalla SGR ed una maggior tutela ai partecipanti, attraverso la separazione della custodia materiale dei beni del fondo dal potere di gestione, la normativa prevede la presenza obbligatoria (ed esclusiva) della banca depositaria. Accanto alla funzione principale di "custodia del fondo", prevista all'art. 36 del TUIF, altre funzioni non meno importanti attribuite alla banca depositaria sono elencate all'art. 38; la separazione evidenzia in maniera marcata come la banca depositaria non costituisca un mero custode delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari di un fondo comune di investimento, funzione che costituisce la sua obbligazione principale, ma svolge un ruolo di esecuzione e controllo, che riguarda l'intera gestione del fondo, a garanzia dell'investitore.

Tra le funzioni puramente operative vanno ricordate l'esecuzione delle istruzioni impartite dalla società di gestione del risparmio, se non contrarie alla legge, al regolamento, allo statuto o alle prescrizioni degli organi di vigilanza; l'accertamento che nelle operazioni relative al fondo la controprestazione sia ad essa rimessa nei termini d'uso; il regolamento delle sottoscrizioni e dei rimborsi delle quote del fondo; la registrazione contabile degli strumenti finanziari custoditi; l'incasso delle cedole. Le funzioni di controllo sulla totalità delle operazioni disposte dalla società spaziano dal calcolo del valore della quota e destinazione dei redditi del fondo al rispetto dei limiti legali e regolamentari dell'investimento ed al controllo di legittimità delle istruzioni impartite. Il controllo di legittimità si ritiene possa essere svolto nei tempi e nei modi che la banca ritiene più opportuni, dal momento che il TUIF non contiene nessuna disposizione al riguardo. L'art. 36, comma 4, del TUIF, sottolinea che nello svolgimento delle proprie funzioni la banca depositaria è indipendente dalla società promotrice e dal gestore ed agisce nell'interesse dei partecipanti al fondo.

La delicatezza dei compiti attribuiti alla banca depositaria giustifica i particolari requisiti previsti dal provvedimento della Banca d'Italia del 20 settembre 1999:

- la banca depositaria deve essere italiana o avere sede statutaria in un altro Stato membro dell'Unione Europea avente una succursale in Italia;
- l'ammontare del patrimonio di vigilanza non deve essere inferiore a 100 milioni di euro;
- la banca deve aver maturato un'adeguata esperienza all'incarico da assumere;
- l'assetto organizzativo deve essere idoneo a garantire l'efficiente e corretto adempimento dei compiti ad essa affidati.

Gli amministratori ed i sindaci della banca depositaria riferiscono alla Banca d'Italia ed alla Consob, ciascuna per le proprie competenze (art. 38, comma 4, TUIF), le eventuali irregolarità riscontrate nell'amministrazione della società di gestione del risparmio e nella gestione.

La banca depositaria è responsabile nei confronti della SGR e dei singoli partecipanti al fondo di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento degli obblighi derivanti dallo svolgimento della sua funzione. Pur essendo individuato, con la scelta del depositario, il soggetto responsabile dei compiti di custodia, questo può, ferma restando la propria responsabilità nei confronti della SGR e dei partecipanti,

subdepositare la totalità o una parte degli strumenti finanziari di pertinenza dell'OICR . Ad evitare conflitti d'interessi, l'incarico di depositaria non può essere conferito a banca il cui presidente del consiglio d'amministrazione, amministratore delegato, direttore generale, dirigente o responsabile organizzativo sia anche presidente o amministratore delegato o membro del comitato di gestione della SGR.

1.8 Il regolamento del fondo

Il regolamento del fondo costituisce il documento in cui si sostanzia la disciplina contrattuale dei rapporti tra il partecipante e le sue controparti; la centralità del regolamento risulta enfatizzata dal nuovo assetto normativo che consente agli operatori di determinare le caratteristiche del prodotto secondo le strategie perseguite e le richieste del mercato. La facoltà di autoregolamentazione trova dei limiti sia nei requisiti strutturali dei fondi dettati dal Decreto del Min. Tesoro n. 228/1999 sia nei criteri generali di redazione dei regolamenti di cui al provvedimento Banca d'Italia dell'1/07/1998 . L'attribuzione al Ministero del Tesoro del potere di determinazione dei criteri risulta coerente con l'impostazione generale del sistema, che conferisce a Consob e Banca d'Italia funzioni normative di carattere più strettamente tecnico nei rispettivi settori di competenza, mentre rimette al Ministero quelle valutazioni che comportino la definizione dei limiti esterni della disciplina o la salvaguardia dei diritti soggettivi dei singoli risparmiatori. Il regolamento del fondo diventa lo strumento attraverso il quale vengono fissati concretamente i contorni dell'attività di gestione e definiti gli spazi operativi a disposizione del gestore per le scelte d'investimento. Il sottoscrittore di quote di un fondo comune di investimento non ha la facoltà di partecipare alla negoziazione del contratto gestorio: deve accettare il regolamento del fondo senza la possibilità di apportarvi delle modifiche (contratto per adesione). L'art. 39 del TUIF prevede, alla lettera a) l'indicazione dei tratti "anagrafici" del fondo (denominazione e durata); mentre le altre lettere riprendono previsioni già contenute nella L. 77/83, all'art. 2, comma 2. Il regolamento deve contenere le seguenti altre indicazioni :

- le modalità di partecipazione al fondo, la forma aperta dello stesso, i termini e le modalità dell'emissione ed estinzione dei certificati e della sottoscrizione e del rimborso

delle quote nonché le modalità di liquidazione del fondo, i destinatari delle quote (pubblico indistinto o particolari categorie di investitori, ad es. investitori qualificati);

- gli organi competenti per la scelta degli investimenti ed i criteri di ripartizione degli stessi, dai quali risultino i vincoli che il gestore si impegna a rispettare nell'attività di gestione riguardanti sia la rischiosità intrinseca dei valori oggetto di investimento e del complessivo portafoglio di attività detenute, sia gli aspetti della gestione suscettibili di dare luogo a possibili conflitti di interesse ;

- il tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo ;

- i criteri relativi alla determinazione dei proventi e dei risultati della gestione nonché le eventuali modalità di ripartizione e distribuzione dei medesimi;

- 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;

- lo scopo del fondo, in termini di obiettivi che la SGR intende perseguire (orientamento all'incremento/mantenimento del valore del patrimonio), orizzonte temporale degli investimenti (breve, media o lunga durata), eventuale intenzione di supportare determinati settori dell'economia o di destinare in tutto od in parte a iniziative di carattere umanitario o sociale (fondi etici);

- l'indicazione della società promotrice e del gestore con la definizione della ripartizione dei relativi compiti (ovviamente i due soggetti possono coincidere; in caso contrario il testo regolamentare conterrà due distinte sezioni riguardanti ciascuno di essi, al fine di facilitarne l'individuazione);

- la banca depositaria, le condizioni per la sua sostituzione, le dipendenze presso le quali vengono espletate le funzioni di emissione e consegna dei certificati e di rimborso delle quote.

Il regolamento del fondo è definito autonomamente dalla SGR, che ne richiede l'approvazione alla Banca d'Italia : decorsi quattro mesi dalla data di presentazione della domanda senza diversa comunicazione, la richiesta si intende approvata (silenzio-assenso)

1.8.1 Sottoscrizione, valore e rimborso delle quote

La partecipazione al fondo comune si realizza tramite sottoscrizione delle quote o loro successivo acquisto a qualsiasi titolo. Il regolamento specifica i mezzi di pagamento utilizzabili e la relativa valuta d'accredito; il giorno cui si riferisce il valore della quota da considerare ai fini della determinazione del numero di quote da attribuire; le differenti modalità di sottoscrizione (in unica soluzione o con piano di accumulazione); la periodicità di emissione e rimborso delle quote, almeno settimanale ed analoga a quella di calcolo del valore della quota.

La SGR impegna contrattualmente i collocatori a inoltrare le domande di sottoscrizione e i relativi mezzi di pagamento alla SGR o alla banca depositaria (qualora la società elegga domicilio presso quest'ultima) entro e non oltre il primo giorno lavorativo successivo a quello della relativa ricezione.

A fronte di ogni sottoscrizione la SGR provvede ad inviare al sottoscrittore una lettera di conferma dell'avvenuto investimento. La partecipazione al fondo non può essere subordinata a condizioni, vincoli o oneri, di qualsiasi natura, diversi da quelli indicati nel regolamento.

Le quote di partecipazione ai fondi comuni, tutte di uguale valore e con uguali diritti, sono rappresentate da certificati nominativi o al portatore, a scelta dell'investitore (art. 36, comma 8, TUIF). I certificati possono essere emessi per un numero intero di quote e/o frazioni di esse. Qualora le quote non siano destinate alla dematerializzazione, il partecipante può sempre chiedere (sia all'atto della sottoscrizione sia successivamente) l'emissione del certificato rappresentativo di tutte o parte delle proprie quote ovvero l'immissione delle stesse in un certificato cumulativo, al portatore, tenuto in deposito gratuito presso la banca depositaria con rubriche distinte per singoli partecipanti. Il regolamento indica se per i certificati sia prevista la quotazione in un mercato regolamentato.

La sottoscrizione può essere abbinata ad altri prodotti finanziari; l'eventuale contratto collaterale costituisce atto volontario separato e l'abbinamento non comporta effetti sulla disciplina del fondo, che resta assoggettata al regolamento. La sottoscrizione può,

inoltre, avvenire mediante passaggio tra fondi (switch). Il regolamento disciplina le modalità e i tempi dell'operazione.

I partecipanti al fondo hanno diritto di chiedere in qualsiasi tempo il rimborso (totale o parziale) delle quote, che deve essere eseguito entro 15 giorni dalla richiesta. In casi eccezionali il rimborso può essere sospeso dalla SGR per un periodo non superiore ad un mese; sospensione che deve essere immediatamente comunicata alla Banca d'Italia ed alla Consob (art. 10, comma 3, decreto Ministero Tesoro n. 228/99). Il valore del rimborso è determinato in base al valore unitario delle quote del giorno di ricezione della domanda da parte della SGR. Il rimborso può avvenire (se previsto dal regolamento) anche tramite switch o, ancora, mediante "piani sistematici di rimborso": il partecipante impartisce istruzioni per un rimborso programmato, fissando il numero di quote o l'importo da disinvestire alle scadenze indicate.

La liquidazione del fondo ha luogo alla scadenza del termine indicato nella scheda identificativa o di quello eventuale al quale esso è stato prorogato, ovvero, anche prima di tale data, nei seguenti casi:

- scioglimento della SGR;
- rinuncia motivata dalla sussistenza di una giusta causa, da parte della SGR, all'attività di gestione del fondo, in particolare in caso di riduzione del patrimonio del fondo tale da non consentire un'efficiente prestazione dei servizi gestori ed amministrativi.

La liquidazione del fondo viene deliberata dal consiglio di amministrazione della SGR. La SGR informa preventivamente l'organo di vigilanza. L'annuncio dell'avvenuta delibera di liquidazione del fondo, deve essere pubblicato sul/i quotidiano/i indicato/i nella scheda identificativa, per almeno tre volte a distanza di una settimana. Previa analogha informativa alla Banca d'Italia è possibile procedere alla fusione tra fondi, purché gli stessi abbiano tutti forma aperta, le loro politiche d'investimento siano compatibili e l'operazione avvenga nell'interesse dei partecipanti e senza oneri a loro carico.

1.8.2 Il patrimonio del fondo: oggetto dell'investimento e limiti

Ai sensi del regolamento Banca d'Italia del 20/9/99 (Cap. II, Sez. II), i fondi comuni aperti investono il proprio patrimonio (Punto 1) in:

- a) strumenti finanziari quotati ;
- b) parti di OICR rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva comunitaria n. 611/85;
- c) depositi bancari presso banche aventi sede in uno Stato membro dell'Unione Europea o appartenente al "Gruppo dei dieci" (G-10), per almeno il 50% rimborsabili a vista o con un preavviso inferiore a 15 giorni (in ogni caso non possono avere vincolo di durata superiore a 12 mesi);
- d) strumenti finanziari non quotati (orientandosi verso quelli per i quali esiste un mercato attivo); l'ammontare complessivo degli strumenti finanziari non quotati detenuti da un fondo, ivi compreso il valore corrente dei contratti derivati OTC (valore del premio per le opzioni), non può eccedere il 10% del totale delle attività del fondo;
- e) strumenti finanziari derivati, nel rispetto delle disposizioni previste.

I fondi aperti possono detenere liquidità per esigenze di tesoreria. Nella gestione del fondo aperto non è consentito (Punto 2):

- concedere prestiti in forme diverse da quelle previste in materia di operazioni a termine su strumenti finanziari ;
- vendere allo scoperto strumenti finanziari;
- investire in strumenti finanziari emessi dalla SGR;
- acquistare metalli o pietre preziose o certificati rappresentativi dei medesimi.

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 da una società del gruppo, né tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti.

La normativa prevede, poi, limiti alla concentrazione dei rischi, che si articolano in (Punto 3):

- Limiti agli investimenti in strumenti finanziari di uno stesso emittente. Il fondo aperto non può essere investito in strumenti finanziari di uno stesso emittente o in parti di uno stesso OICR per un valore superiore al 5% del totale delle attività.
- Limiti agli investimenti in strumenti finanziari di uno stesso gruppo di emittenti. Gli investimenti complessivi in strumenti finanziari di più emittenti appartenenti al medesimo gruppo, cioè legati da rapporti di controllo, non possono eccedere il 30% del totale delle attività del fondo. Tale limite è ridotto al 15% quando il gruppo è quello di appartenenza della SGR. I limiti appena indicati non si applicano: nel caso dei fondi che prevedono, come politica di investimento, di riprodurre la composizione di un determinato indice di borsa sufficientemente diversificato, di comune utilizzo gestito e calcolato da soggetti di elevato standing e terzi rispetto alla SGR (fondi-indice); agli investimenti in parti di OICR rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva comunitaria n. 611/85.
- Limiti agli investimenti in depositi bancari. Il patrimonio di un fondo non può essere investito in misura superiore al 20% del totale delle attività in depositi presso un'unica banca. Tale limite è ridotto al 10% nel caso di investimenti in depositi presso la banca depositaria del fondo. I depositi presso banche di uno stesso gruppo, cioè legate da rapporti di controllo, non possono eccedere il 30% del totale delle attività del fondo. Nel caso di depositi presso banche del gruppo di appartenenza della SGR le condizioni praticate al fondo devono essere almeno equivalenti a quelle applicate dalla banca medesima alla propria clientela primaria.
- Limiti alle operazioni in derivati ed agli impegni assunti; altre operazioni a termine. Nella gestione del fondo la SGR può effettuare, in coerenza con le politiche di investimento definite nel regolamento del fondo, operazioni su contratti derivati standardizzati negoziati su mercati regolamentati e altri strumenti finanziari derivati (c.d. over the counter, OTC) a condizione che siano negoziati con controparti di elevato standing sottoposte alla vigilanza di un'autorità pubblica e che abbiano ad oggetto titoli quotati, tassi di interesse o di cambio nonché indici di borsa o valute. L'ammontare degli impegni assunti dal fondo non può essere superiore al valore complessivo netto del fondo stesso. Ai fini di una più efficiente gestione del portafoglio del fondo, è consentito effettuare operazioni di compravendita di titoli con patto di riacquisto (pronti contro termine), riporto, prestito di titoli ed altre assimilabili, a condizione che le

operazioni siano effettuate all'interno di un sistema standardizzato, organizzato da un organismo riconosciuto di compensazione e garanzia ovvero concluse con intermediari di elevato standing e sottoposti alla vigilanza di un'autorità pubblica. Le operazioni di pronti contro termine e di riporto devono avere caratteristiche di accessorietà e di transitorietà configurandosi come investimento o disinvestimento "ponte" in funzione di una più efficiente gestione della liquidità del fondo.

- Limiti all'assunzione di prestiti. Nell'esercizio dell'attività di gestione, la SGR può (entro il limite massimo del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo) assumere prestiti finalizzati a fronteggiare, in relazione ad esigenze di investimento o disinvestimento dei beni del fondo, sfasamenti temporanei nella gestione della tesoreria.

La durata dei prestiti assunti deve essere correlata alla finalità dell'indebitamento e comunque non può essere superiore a 6 mesi .

Con una recente comunicazione (n. DIN/1056336 del 23/07/2001) la Consob ha sottolineato come, nel caso di superamento dei limiti d'investimento previsti in conseguenza di esercizio dei diritti di opzione derivanti dalle azioni in portafoglio, mutamenti di valore dei titoli in portafoglio o fatti non dipendenti dalla SGR, la normativa prudenziale impone alla SGR di riportare la posizione entro i limiti previsti "nel più breve tempo possibile tenendo conto dell'interesse dei partecipanti al fondo". La determinazione in concreto delle modalità operative attraverso cui deve realizzarsi l'alienazione degli strumenti finanziari eccedenti tali limiti è rimessa all'autonomia del gestore che dovrà agire in accordo ai generali canoni di diligenza e correttezza. Ulteriori limiti riguardano, infine, gli investimenti effettuati da una SGR attraverso l'insieme dei fondi che essa gestisce: le azioni con diritto di voto di una stessa società da essa detenute non possono superare il 10% del capitale con diritto di voto per le società quotate e il 20% per le non quotate; in ogni caso la SGR non può esercitare il controllo sulla società emittente.

1.9 Trasparenza e tutela dell'investitore

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

Per poter essere strumento di tutela, l'informativa deve possedere la "capacità transitiva": deve, cioè, risultare accessibile, comprensibile ed utilizzabile dal soggetto che si intende tutelare, il risparmiatore. La relativa disciplina non può essere diretta alla cura di un generico interesse dell'investitore, ma a quello avente quale contenuto l'affidamento che il risparmiatore ripone nel comportamento "corretto" del sollecitante e che lo hanno indotto a sottoscrivere il fondo stesso anziché scegliere un investimento alternativo. L'informativa deve possedere tutta una serie di caratteristiche: essere vera (l'operatore non deve farsi tramite di notizie che gli risultino false), completa (non solo le notizie conosciute ma anche quelle conoscibili) e chiara; non deve essere anonima, bensì qualificata. La diffusione di notizie, la cui conoscenza non sia direttamente necessaria al compimento di ragionate scelte di investimento o disinvestimento può risultare pregiudizievole, in quanto fonte di confusione. Le informazioni comunicate devono essere quanto più possibile sintetiche e standardizzate, in modo da consentire di individuare con facilità ed immediatezza i dati più rilevanti, e quindi di accrescere il grado di intelligibilità e comparabilità.

Le regole di trasparenza e di corretto comportamento in materia di gestioni collettive di patrimoni si rinvengono con riferimento a due momenti portanti: il primo è relativo alla fase che precede l'investimento; il secondo allo svolgimento dell'attività di gestione. Nella prima fase, in particolare, si rilevano norme di trasparenza e di informativa volte al potenziale investitore; nella seconda, oltre a tali disposizioni, si evidenziano veri e propri diritti dell'investitore.

Accanto a questi due elementi centrali, le Direttive comunitarie n. 611/85 e 220/88 enucleano anche altri principi relativi alle norme di comportamento che gli intermediari devono osservare, con riferimento per esempio alle regole riguardanti le informazioni da acquisire sul cliente, le regole sui conflitti di interesse, le norme prudenziali in materia di organizzazione e contabilità, valori mobiliari e liquidità della clientela.

1.9.1 La normativa

Nell'ambito dei principi appena ricordati, il TUIF ha privilegiato la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, considerati essenziali in un settore dove l'interesse del risparmiatore è minacciato più dall'eventuale scarsa correttezza dell'intermediario che dall'instabilità patrimoniale dello stesso: l'importanza dell'informazione è stata sottolineata dall'art. 5 del TUIF che pone come punto di riferimento la tutela degli investitori, assieme alla stabilità, competitività e buon funzionamento del sistema finanziario. Nell'ottica di delegificare il più possibile attraverso l'utilizzo della normativa secondaria, il TUIF ha previsto che gli aspetti relativi a trasparenza e correttezza siano disciplinati, con apposito regolamento, dalla Consob (la quale ha provveduto con delibera n. 11522 del 1 luglio 1998).

La fase che precede l'investimento è caratterizzata da una serie di regole di condotta, che vanno dall'informazione che l'intermediario deve fornire al cliente, alle informazioni che devono essere acquisite sul cliente. L'intermediario è tenuto a conoscere il cliente, la sua situazione finanziaria, la sua preferenza di rischio e conseguentemente i suoi obiettivi di investimento. Deve garantire la massima trasparenza nei confronti della clientela: ha l'obbligo di comunicare al cliente le informazioni necessarie per effettuare consapevoli scelte di investimento, consegnando

il prospetto informativo, il regolamento di gestione e, su richiesta, il documento sui soggetti che partecipano all'operazione. Il cliente prima della sottoscrizione delle quote ha il diritto di esaminare il prospetto informativo del fondo.

Relativamente alla fase successiva alla conclusione del contratto, il diritto di informativa trova espressione nella possibilità, data al risparmiatore, di esaminare una serie di documenti che lo tengono al corrente dell'evoluzione del proprio investimento nel tempo; documenti che, ai sensi del decreto del Min. del Tesoro n. 228/1999, le SGR sono tenute a redigere, in aggiunta alle scritture prescritte per le imprese commerciali dal Codice civile:

- il libro giornale del fondo, nel quale sono annotate le operazioni di gestione e quelle di emissione e rimborso di quote;
- un prospetto recante l'indicazione del valore unitario delle quote di partecipazione e del valore complessivo dei fondi aperti con periodicità almeno pari all'emissione o rimborso delle quote;
- il rendiconto della gestione del fondo, entro sessanta giorni dalla fine di ogni esercizio annuale o del minor periodo in relazione al quale si procede alla distribuzione dei proventi ;
- una relazione semestrale relativa alla gestione del fondo, entro trenta giorni dalla fine del semestre.

Il rendiconto e la relazione semestrale devono essere messi a disposizione del pubblico nella sede della SGR entro 30 gg. dalla loro redazione ; il prospetto, oltre che a disposizione nella sede della SGR, è pubblicato entro il giorno successivo a quello di riferimento, sul giornale indicato dal regolamento del fondo.

La parte del prospetto informativo relativa alle caratteristiche di rischio e rendimento va aggiornata ogni anno e inviata al sottoscrittore, al quale deve essere, inoltre, comunicata ogni modifica essenziale relativa alla politica di gestione dei fondi. Su richiesta dell'investitore viene inviato un prospetto riassuntivo semestrale che riporta il numero di quote da lui detenute, il loro valore all'inizio ed al termine del periodo, le operazioni effettuate. E' possibile richiedere l'invio a domicilio del regolamento di gestione, dei rendiconti e della relazione semestrale.

Relativamente agli obblighi di correttezza dei comportamenti, il principio di carattere generale previsto all'art. 40 del TUIF è stato tradotto in regole operative dalla delibera

Consob n. 11522/1998, che impone al gestore collettivo , per ciascun fondo gestito, di:

- ricercare ed elaborare le informazioni necessarie per effettuare analisi di scenario;
- formulare previsioni economiche sulla base delle quali stabilire le strategie generali di investimento;
- tradurre tali strategie in scelte operative conseguenti.

Tali regole di comportamento trovano fondamento nella teoria economica che definisce l'attività di gestione di portafogli come un processo di acquisizione ed elaborazione di informazioni micro e macro economiche per l'effettuazione delle scelte di investimento finalizzate alla costruzione del portafoglio ottimale per l'investitore in un dato periodo temporale .

1.9.2 Il prospetto informativo

Nell'ambito del diritto all'informativa da parte dell'investitore, una posizione centrale è occupata dal prospetto informativo, già previsto dalla legge 77/83 . Il primo schema si deve alla comunicazione Consob del 6 giugno 1984 n. 08384 , i cui criteri furono modificati nel 1996 (comunicazione n. 08027 del 28 maggio 1996) al fine di renderli più rispondenti alle esigenze manifestatesi sul mercato nel tempo.

Il Testo Unico, al Titolo II, Appello al pubblico risparmio, art. 94, contiene le nuove norme relative alla redazione del prospetto informativo, prevedendo che coloro che intendono effettuare una sollecitazione all'investimento devono darne preventiva comunicazione alla Consob, allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. La Consob con delibera n. 11971 del 14/05/1999 ha emanato il regolamento relativo alla disciplina degli emittenti in conformità al D.Lgs. 58/98, prevedendo, all'art. 5, le modalità di redazione del prospetto informativo. Dopo diverse modifiche, con la sua comunicazione del 29 ottobre 2001, DIN/1081851, la Consob ha introdotto uno standard per rendere omogenei e comparabili i contenuti del Prospetto Informativo dei fondi comuni d'investimento mobiliari aperti.

Il nuovo schema di Prospetto Informativo è più snello rispetto al passato (in quanto non contiene più appendici e allegati), si caratterizza per la previsione di un nucleo minimo

ma esaustivo di informazioni, è basato sugli elementi essenziali dell'operazione e rimanda, per le eventuali esigenze di approfondimento, al regolamento di gestione ed all'ulteriore documentazione disponibile. Il nuovo Prospetto Informativo si compone di tre parti:

> la Parte I, che illustra le caratteristiche del fondo e le modalità di sottoscrizione (informazioni generali; informazioni sull'investimento; informazioni economiche; informazioni sulle modalità di sottoscrizione e rimborso; informazioni aggiuntive);

>> la Parte II, che illustra le performance storiche del fondo e del parametro di riferimento (benchmark) i dati storici di rischio- rendimento e dei costi del fondo (la novità più rilevante, mutuata, in modo significativo, dall'esperienza nordamericana in tema di offerta di mutual fund);

>>> la Parte III, ovvero il Modulo di Sottoscrizione (informazioni richieste dal regolamento di gestione, l'indicazione dell'obbligo di consegna del Prospetto Informativo e del regolamento di gestione, l'indicazione dei mezzi di pagamento previsti ed i relativi giorni di valuta; l'evidenziazione dei casi in cui si applica la facoltà di recesso).

Il prospetto è unico per i fondi gestiti dalla medesima società che presentino caratteristiche omogenee, e ciò introduce il principio dell'unitarietà della sollecitazione di quote di fondi: una volta aderito all'operazione complessiva di sollecitazione a seguito della consegna del Prospetto Unico e della sottoscrizione del relativo modulo, per il risparmiatore è possibile effettuare tutte le operazioni quali versamenti aggiuntivi, switch, sul prodotto già sottoscritto ma anche su quelli inseriti all'interno del prospetto unico senza la necessità di una nuova consegna del documento d'offerta e della sottoscrizione di un ulteriore modulo di adesione.

1.9.3 Gli annunci pubblicitari

L'articolo 19, comma 1, del Regolamento Emittenti Consob n. 11971/99, come recentemente modificato, ha stabilito il passaggio dell'attività di vigilanza sugli annunci pubblicitari concernenti Oicr e fondi pensione aperti alla fase successiva alla diffusione

degli stessi. Tale passaggio ha richiesto la definizione di criteri operativi di redazione al fine di garantire il rispetto, da parte dei soggetti interessati, dei principi di correttezza, chiarezza e non ingannevolezza, criteri formulati dalla stessa Consob con la Comunicazione n. DIN/1031371 del 26 aprile 2001. In particolare, la definizione di uno standard redazionale risponde al duplice obiettivo di assicurare la piena comparabilità delle informazioni contenute nei messaggi pubblicitari, in forza dell'applicazione di criteri oggettivamente definiti ex ante e resi noti al mercato, e di ridurre al minimo i comportamenti sleali degli intermediari, sia italiani che esteri.

La normativa dispone che l'annuncio pubblicitario che riporti i rendimenti conseguiti dall'investimento proposto deve specificare il periodo di riferimento per il calcolo del rendimento; deve rappresentare in modo chiaro il profilo di rischio connesso al rendimento; deve operare il confronto con il benchmark; deve indicare tali rendimenti al netto degli oneri fiscali e, ove ciò non sia possibile, specificare che essi sono al lordo degli oneri fiscali; deve specificare che non vi è garanzia di ottenimento di uguali rendimenti in futuro. Per quanto riguarda la pubblicazione dei rendimenti vanno sempre riportati sia la performance degli ultimi 12 mesi decorsi dalla fine del trimestre solare concluso più prossimo alla data dell'annuncio sia il rendimento medio annuo composto relativo agli ultimi 3 o 5 anni, o in forma numerica o, per pubblicità via stampa, in forma grafica. In pratica, l'annuncio deve sempre riportare i rendimenti su due orizzonti temporali diversi (l'anno e i 3 o i 5 anni, e cioè il breve e il medio termine) e su un periodo che, in ogni caso, non può essere discrezionalmente fissato dalla società.

1.10 Benchmark - La normativa

L'art. 50, comma 2, del regolamento Consob n. 11522 del 1 luglio 1998, emanato in attuazione del TUIF, sancisce l'indicazione obbligatoria da parte delle SGR e delle SICAV nel prospetto informativo di "un parametro oggettivo di riferimento (benchmark), costruito facendo riferimento ad indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo, coerente con i rischi connessi alla gestione dell'OICR, al quale confrontare il rendimento dell'OICR stesso". Tale obbligo è entrato formalmente

in vigore il 1 luglio 1999, a carico dei fondi di nuova istituzione , il 1 luglio 2000 per tutti gli altri.

Le modalità di indicazione e di rappresentazione del benchmark all'interno del prospetto informativo sono previste nello schema di prospetto informativo n. 8 (n. 9 per le SICAV) allegato al Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, recante la disciplina sulla redazione dei prospetti informativi relativi alla sollecitazione all'investimento di quote o azioni di OICR, come modificato dalla delibera n. 13086 del 18/04/2001.

Nella Parte I, sezione B del prospetto informativo , occorre descrivere sinteticamente (punto 6) il benchmark adottato per ciascun fondo; il parametro dovrà essere conforme ai principi previsti dal Regolamento Consob n. 11522/98. Qualora non sia possibile per uno o più fondi individuare un benchmark (ad esempio, per i fondi flessibili), occorre indicare le ragioni di tale impossibilità. Inoltre (punto 5, sub f), nel descrivere lo stile gestionale, va indicata la relazione esistente tra parametro di riferimento prescelto ed obiettivi del fondo . Quest'ultima indicazione (una novità del prospetto 2002) può dare un contributo davvero notevole in un'ottica di trasparenza e consapevolezza, da parte del risparmiatore, del prodotto sottoscritto, soprattutto se messa al centro del processo di comunicazione operatore/cliente che deve precedere l'investimento.

Nella Parte II , va illustrato (punto 1) con un grafico a barre il rendimento annuo del fondo e del benchmark nel corso degli ultimi 10 anni solari, evidenziando il migliore e peggiore rendimento trimestrale nel corso del periodo stesso . Occorre inoltre evidenziare con un grafico lineare l'andamento del valore della quota del fondo e del benchmark nel corso dell'ultimo anno solare (inserendo l'avvertenza "I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri") e riportare, su base annua, il rendimento medio composto del fondo a confronto con il benchmark nel corso degli ultimi 3 e 5 anni solari.

Al fine di consentire un corretto confronto tra l'andamento del valore della quota e quello del benchmark riportati nel grafico a barre, nel grafico lineare e su base annuale a 3 e 5 anni, occorre altresì evidenziare che la performance del fondo riflette oneri sullo stesso gravanti e non contabilizzati nell'andamento del benchmark, che può essere riportato al netto degli oneri fiscali vigenti applicabili al fondo.

Si tratta della traduzione in criteri operativi dei principi in materia di informativa agli investitori di cui all'art. 62 del regolamento 11522/99, laddove richiede che "i dati sul rendimento percentuale dell'OICR comunque diffusi sono sempre confrontati con quelli del parametro oggettivo di riferimento". Nella stessa ottica, "i rendimenti degli OICR italiani o esteri riportati negli annunci pubblicitari sono confrontati con i relativi benchmark. Ogni performance pubblicizzata deve essere accompagnata dall'esposizione del rendimento conseguito dal benchmark nel medesimo periodo di riferimento, al fine di permettere sempre all'investitore un agevole raffronto con il profilo di rischio/rendimento prescelto."

Il Regolamento, nell'indicare gli oneri a carico del sottoscrittore e del fondo, qualora l'ammontare della provvigione di gestione sia correlato alla variazione registrata da un parametro di riferimento, deve riportare tale parametro, descrivendo in sintesi i relativi meccanismi di calcolo della commissione .

Infine, il Documento sui soggetti che partecipano all'operazione, il cui contenuto integra quello del Prospetto, contiene una più analitica descrizione ed ulteriori informazioni sugli indici che costituiscono i benchmark del fondo.

1.10.1 I vantaggi del benchmark

Il benchmark è in primo luogo uno strumento di informazione sulla struttura del portafoglio detenuto in media dal fondo comune, ed offre l'opportunità di una comunicazione oggettiva e trasparente tra chi gestisce ed offre il fondo ed il risparmiatore, poiché individua il profilo di rischio e le opportunità del mercato in cui tipicamente il fondo investe, assumendo il ruolo di linea guida e riferimento rispetto a tutto il processo di investimento. L'indicazione del benchmark rafforza il rapporto fiduciario che è alla base della gestione del risparmio e permette un dialogo efficace tra l'investitore ed il professionista che lo affianca, in quanto assicura che la composizione del portafoglio rispecchi determinati criteri. Tanto nelle gestioni individuali quanto in quelle collettive l'utilizzo di indicatori di rischio/performance consente, inoltre, di valutare l'operato del gestore. Il benchmark, come strumento di confronto tra il risultato della gestione ed un parametro di riferimento ad hoc, nasce in ambito statunitense , dove

la trasparenza nell'informazione finanziaria è sempre stata considerata un elemento imprescindibile. In Italia, il Testo Unico ha prescritto l'utilizzo di questi indicatori sia per le gestioni patrimoniali individuali sia per i fondi comuni di investimento e le SICAV.

Proprio i Lavori preparatori al TUIF permettono di cogliere, in sintesi, gli obiettivi del legislatore mediante l'introduzione di tale strumento.

Il benchmark:

- 1) identifica il prodotto: si sintetizza in modo rigoroso ciò che altrimenti è poco definito;
- 2) misura la bravura del gestore ("performance attribution") che non può più fare riferimento al parametro "più comodo" per il confronto;
- 3) evidenzia il contributo dell'asset allocation;
- 4) facilita i controlli dell'Autorità in materia di rispetto della parità di trattamento degli investitori: l'armonia (i rendimenti devono essere simili, a meno dell'effetto diversificazione) dei risultati sulle singole componenti di portafoglio è facilmente verificabile;
- 5) incentiva i gestori a cambiare lo "stile di gestione": più asset allocation e stock selection, meno market timing;
- 6) rende difficile l'uso di commissioni di performance "distorte", del tipo indice dei prezzi al consumo;
- 7) favorisce una maggiore concentrazione dell'industria: il gestore debole non ha coraggio di fare scelte forti contro il benchmark e tende ad "appiattirsi" su di esso;
- 8) offre un punto di riferimento ex-ante per l'indicazione degli obiettivi del cliente e dunque delle strategie relative; si tratta di una fase indispensabile per fornire al gestore le linee guida essenziali (in questo senso è anche il modo per seguire la regola fondamentale del "know your customer");
- 9) rappresenta uno strumento di marketing che consente al gestore di evidenziare di quanto "si allontanano" dalla media di mercato e/o di prodotto.

1.10.2 Proprietà e limiti del benchmark

Affinché un indice (o una combinazione di indici) possa essere validamente impiegato come benchmark, è auspicabile che possieda le seguenti caratteristiche:

-- **Trasparenza:** gli indici devono essere calcolati con regole replicabili autonomamente dall'investitore. Questo principio permette di anticipare i periodici cambiamenti nella composizione degli stessi, con un duplice vantaggio: da un lato gli investitori possono rivedere tempestivamente le proprie decisioni; dall'altro gli operatori che vendono il prodotto, operando in assoluta trasparenza, si pongono al riparo da eventuali critiche sulla discrezionalità delle scelte effettuate.

-- **Rappresentatività:** le classi nonché i titoli inclusi negli indici devono riflettere le opportunità di investimento disponibili. Un indice capace di rappresentare con precisione le caratteristiche dell'investimento agevola l'investitore nella scelta del profilo di rischio/rendimento desiderato, con evidenti ripercussioni positive sul rapporto fiduciario tra venditore ed investitore.

-- **Replicabilità:** gli indici dovrebbero essere completamente replicabili con attività acquistabili direttamente sul mercato. Il confronto tra un portafoglio costruito teoricamente e un portafoglio in cui si possa effettivamente investire comporta una serie di problematiche legate alla ponderazione dei costi di gestione e alla tassazione. Tanto più il benchmark è costruito con attività realmente disponibili, tanto più rappresenta una realistica misura di performance.

L'utilizzo del benchmark a fini di valutazione della qualità dei prodotti di investimento è corretto se si tengono presenti i punti di attenzione di seguito riportati.

-- Il confronto non avviene tra due gestioni di portafoglio effettivamente alternative. Nel confronto diretto tra il rendimento del fondo e la variazione del benchmark, quest'ultimo rimane sempre un portafoglio virtuale, mentre il fondo sostiene i costi di gestione, di negoziazione, i costi di liquidità, i costi di distribuzione, gli effetti legati alla tassazione.

-- Il periodo di analisi e confronto tra un fondo e il proprio benchmark è fondamentale. Un confronto tra diversi risultati su periodi infra annuali è praticamente privo di significato. Infatti su periodi così limitati le differenze di rendimento dei diversi fondi possono avere una componente puramente casuale e solo sul lungo periodo tale

componente diviene trascurabile mentre acquistano peso le strategie e le valutazioni di gestione.

-- Il criterio del confronto col benchmark deve necessariamente essere affiancato ad altri criteri, anche e soprattutto qualitativi. Soffermare l'attenzione unicamente sulle differenze di rendimento fornisce un parametro quantitativo inadatto a valutare la qualità degli altri servizi resi dal gestore, in primo luogo la qualità dell'informazione e della consulenza nella selezione dei prodotti di investimento.

-- L'incertezza sulla stima dei rendimenti attesi e l'assenza di un indicatore di rischio (o di un gruppo di indicatori, se si accetta un modello multifattoriale) universalmente accettato deve indurre ad un atteggiamento prudentiale sulla utilizzazione del benchmark come indicatore di rendimento atteso e sulla validità statistica degli esercizi di valutazione della qualità della gestione.

-- Dal confronto tra la performance del portafoglio detenuto ed il benchmark il risparmiatore può avere indicazioni circa la capacità di gestione dell'intermediario ma non il rendimento che ha effettivamente ottenuto. Quest'ultimo coincide con il tasso interno di rendimento (Tir) dell'investimento e dipende in modo cruciale dai flussi di versamento/prelevamento (quantità e timing) attivati nel periodo considerato, frutto di scelte del cliente, e non del gestore.

Pur condividendo la necessità di utilizzare con cautela il benchmark, soprattutto quale strumento di valutazione della performance, non sembra accettabile l'impostazione di chi vorrebbe eliminare del tutto l'obbligo di indicazione del parametro oggettivo di riferimento. Da alcuni mesi Assogestioni e Consob hanno avviato una riflessione congiunta per la riforma del benchmark, proprio sulla base di pressioni da parte dei gestori. In particolare, accuse vengono mosse alla scarsa conoscenza ed alla non corretta interpretazione del benchmark da parte degli investitori, che vedrebbero il parametro come livello minimo di rendimento da raggiungere. Dal fronte opposto, in primo luogo da parte della stampa specializzata, si obietta che dovrebbero essere proprio gli intermediari, nell'ambito della loro funzione di consulenza, a migliorare la cultura finanziaria dei propri clienti. Quanto all'imbattibilità del benchmark (meno del 20% dei gestori ha superato, in termini di rendimento, il parametro, negli ultimi anni), è certamente vero che sui fondi gravano oneri che gli indici, in quanto portafogli virtuali,

non sopportano, ma occorre tener presenti anche alcuni elementi che, al contrario, favoriscono, nel confronto, gli OICR:

-- i benchmark adottati per i fondi azionari non tengono conto del reinvestimento dei dividendi, di cui, invece, i portafogli gestiti beneficiano ;

-- la presenza di indici del mercato monetario nel parametro (con percentuali anche del 10 – 15% per i fondi azionari) ne abbassa il rendimento di lungo periodo (il fenomeno, c.d. "annacquamento del benchmark" pur essendo legato ad effettive esigenze di liquidità dei portafogli gestiti, appare a molti eccessivo nella sua entità). In realtà la minore performance dei fondi rispetto al benchmark appare legata soprattutto al livello delle commissioni di gestione, spesso troppo elevato in rapporto al valore aggiunto ed ai servizi offerti dal gestore.

Allegato B

Tavole Statistiche

- TAV. I : Caratteristiche del sottoscrittore di fondi comuni

	2004		2003	
	% del n. sottoscrittori	% sul patrimonio	% del n. sottoscrittori	% sul patrimonio
SESSO				
MASCHI	58.6%	61.9%	58.6%	62.0%
FEMMINE	41.4%	38.1%	41.4%	38.0%
TOTALE	100%	100%	100%	100%
ETA'				
FINO A 35 ANNI	16.0%	8.9%	17.3%	9.3%
DA 36 A 55 ANNI	39.5%	33.5%	39.5%	33.9%
DA 56 A 65 ANNI	19.4%	22.7%	19.3%	23.1%
OLTRE 65 ANNI	25.1%	34.9%	23.9%	33.7%
TOTALE	100%	100%	100%	100%
PROFESSIONE				
AGRICOLTORE	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%
COMMERCIANTE	4.5%	4.5%	5.1%	5.0%
DIRIGENTE	1.4%	2.3%	1.5%	2.4%
NON OCCUPATI	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
DOCENTE/INSEGNANTE	3.0%	2.8%	3.5%	3.3%
IMPIEGATO/A	52.3%	48.8%	47.2%	43.6%
IMPRENDITORE	3.2%	6.4%	3.4%	7.1%
LIBERO PROFESSIONISTA	10.1%	10.1%	10.4%	10.6%
OPERAIO/A	5.8%	2.9%	6.6%	3.2%
PENSIONATO/A	18.3%	20.7%	20.6%	23.3%
QUADRO/FUNZIONARIO	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
TOTALE	100%	100%	100%	100%
N. FONDI DETENUTI				
1 FONDO	59.9%	39.9%	58.4%	39.6%
2 FONDI	17.9%	18.2%	17.9%	17.7%

3 FONDI	8.5%	10.9%	8.9%	10.8%
DA 4 A 6 FONDI	9.1%	16.9%	9.8%	17.2%
DA 7 A 10 FONDI	3.1%	8.6%	3.4%	9.0%
> 10 FONDI	1.4%	5.5%	1.5%	5.7%
TOTALE	100%	100%	100%	100%
IMPORTO DETENUTO				
<= 5.000 €	24.0%	1.6%	24.2%	1.7%
5.001 – 15.000 €	29.0%	7.9%	29.3%	8.1%
15.001 – 25.000 €	14.7%	8.4%	14.6%	8.6%
25.001 – 50.000 €	16.0%	16.7%	15.9%	16.8%
50.001 – 150.000 €	12.9%	31.1%	12.6%	30.9%
150.001 – 300.000 E	2.4%	14.7%	2.4%	14.4%
> 300.000 €	1.0%	19.6%	0.9%	19.4%
TOTALE	100%	100%	100%	100%
MODALITA' DI SOTTOSCRIZIONE				
SOLO PIC	85.0%	91.7%	84.9%	91.4%
SOLO PAC	8.2%	1.8%	8.0%	1.7%
PIC E PAC	6.8%	6.5%	7.1%	6.9%
TOTALE	100%	100%	100%	100%
AREA GEOGRAFICA				
NORD-OVEST	37.6%	41.4%	37.4%	41.5%
NORD-EST	25.2%	22.7%	24.9%	22.3%
CENTRO	17.6%	17.4%	18.1%	17.7%
SUD	13.8%	13.3%	14.0%	13.6%
ISOLE	5.6%	4.9%	5.5%	4.8%
ESTERO	0.2%	0.4%	0.1%	0.2%
TOTALE	100%	100%	100%	100%

- **TAV. II** : Caratteristiche anagrafiche del sottoscrittore in fondi comuni a fine 2004

REGIONE	% NUMERO DI SOTTOSCRITTORI	ETA' MEDIA	% DI MASCHI
VALLE D'AOSTA	0.28%	55.1	57.44%
PIEMONTE	10.37%	56.3	58.55%
LIGURIA	4.56%	57.5	54.40%
LOMBARDIA	22.36%	54.4	56.47%
NORD-OVEST	37.5%	55.3	56.81%
TRENTINO ALTO ADIGE	1.52%	49.8	57.93%
VENETO	10.5%	52.6	59.95%
FRIULI VENEZIA GIULIA	2.55%	54.3	57.77%
EMILIA-ROMAGNA	10.52%	53.8	57.60%
NORD-EST	25.18%	53.1	58.65%
TOSCANA	6.50%	53.5	60.68%
MARCHE	2.43%	51.5	62.58%
UMBRIA	1.39%	52.3	63.66%
LAZIO	7.31%	54.2	57.81%
CENTRO	17.64%	53.4	59.86%
ABRUZZO	1.31%	50.9	63.14%
MOLISE	0.28%	51.4	65.00%
CAMPANIA	5.30%	50.5	60.93%
BASILICATA	0.58%	50.9	63.23%
PUGLIA	4.41%	51.2	60.94%
CALABRIA	1.88%	51.4	62.74%
SUD	13.75%	50.9	61.5%
SICILIA	4.31%	52.5	60.21%
SARDEGNA	1.32%	54.5	58.60%
ISOLE	5.63%	52.9	59.8%
ITALIA	99.7%	53.7	58.6%
ESTERO	0.18%	58.9	64.3%

- **TAV. III** : Caratteristiche dell'investimento in fondi comuni a fine 2004

REGIONE	% SUL PATRIMONIO	N. MEDIO DI FONDI ACQUISTATI	IMPORTO MEDIO DETENUTO (€)
VALLE D'AOSTA	0.29%	2.22	34 820
PIEMONTE	11.54%	2.23	37 350
LIGURIA	4.59%	2.04	33 851
LOMBARDIA	24.91%	2.24	37 428
NORD-OVEST	41.33%	2.21	36 954
TRENTINO A. - ADIGE	1.02%	1.95	22 600
VENETO	9.08%	2.16	28 792
FRIULI V. - GIULIA	2.17%	2.12	28 559
EMILIA-ROMAGNA	10.38%	2.29	33 122
NORD-EST	22.64%	2.20	30 204
TOSCANA	5.76%	2.22	29 756
MARCHE	1.82%	2.21	25 142
UMBRIA	1.07%	2.07	25 879
LAZIO	8.72%	1.98	40 043
CENTRO	17.37%	2.11	33 077
ABRUZZO	1.08%	1.95	27 623
MOLISE	0.23%	1.99	28 448
CAMPANIA	6.18%	1.76	39 177
BASILICATA	0.46%	1.65	27 098
PUGLIA	3.83%	1.60	29 126
CALABRIA	1.52%	1.63	27 090
SUD	13.30%	1.71	32 476
SICILIA	3.68%	1.73	28 676
SARDEGNA	1.23%	1.78	31 289
ISOLE	4.91%	1.74	29 288
ITALIA	99.55%	2.09	33 515
ESTERO	0.36%	1.88	66 014

- **TAV. IV** : Confronto dati desunti dall'analisi sui bilanci delle famiglie italiane e sui sottoscrittori

SESSO	PERCETTORI REDDITO	SOTTOSCRITTORI FONDI
MASCHI	56.4%	58.6%
FEMMINE	43.6%	41.4%

- **TAV. V** : Reddito, consumi e risparmio medio familiare a fine 2004** (euro)

REGIONE	REDDITO FAMIGLIARE	CONSUMO FAMIGLIARE	RISPARMIO FAMIGLIARE
ABRUZZI	18 329	15 718	2 611
BASILICATA	18 314	13 585	4 729
CALABRIA	19 463	17 111	2 352
CAMPANIA	19 679	15 992	3 686
EMILIA ROMAGNA	30 897	22 582	8 315
FRIULI	47 401	28 568	18 833
LAZIO	32 980	25 239	7 742
LIGURIA	33 936	23 781	10 156
LOMBARDIA	34 652	24 710	9 942
MARCHE	35 814	30 892	4 922
MOLISE	17 140	14 944	2 196
PIEMONTE	28 111	22 709	5 403
PUGLIA	23 507	18 829	4 678
SARDEGNA	25 677	18 842	6 835
SICILIA	18 622	16 148	2 474
TOSCANA	35 028	22 876	12 512
TRENTINO	31 205	24 057	7 148
UMBRIA	31 976	25 775	6 202
VALLE D'AOSTA	27 523	20 775	6 749
VENETO	30 426	22 866	7 560

** elaborazione su dati Banca d'Italia pubblicati ne "I Bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2004, Supplementi al Bollettino Statistico (nuova serie), n.12, Banca d'Italia, Roma, marzo 2005

- **TAV. VI** : Reddito, consumi e risparmio medio familiare a fine 2004** (euro)

Banca d'Italia* famiglie percettori

Maschi	70,6%	56,4%
Femmine	29,4%	43,6%

Fino a 30 anni	6,5%	13,3%
Da 31 a 40 anni	20,3%	19,2%
Da 41 a 50 anni	21,4%	19,4%
Da 51 a 65 anni	24,2%	23,0%
Oltre i 65 anni	27,7%	25,2%

Assogestioni sottoscrittori

Maschi	58,6%
Femmine	41,4%

Fino a 35 anni	16%
Da 36 a 55 anni	39,5%
Da 56 a 65 anni	19,4%
Oltre 65 anni	25,1%

ABRUZZI	2,88%	2,0%
BASILICATA	0,97%	2,0%
CALABRIA	2,53%	2,3%
CAMPANIA	8,78%	7,9%
EMILIA ROMAGNA	8,94%	8,3%
FRIULI	2,95%	2,4%
LAZIO	5,70%	8,8%
LIGURIA	4,64%	3,3%
LOMBARDIA	11,30%	1,67%
MARCHE	4,73%	2,9%
MOLISE	1,06%	0,7%
PIEMONTE	9,74%	8,1%
PUGLIA	5,16%	6,1%
SARDEGNA	3,71%	2,7%
SICILIA	8,18%	6,9%
TOSCANA	6,98%	6,6%
TRENTINO	1,61%	1,8%
UMBRIA	3,37%	1,8%
V. D'AOSTA	0,27%	0,1%
VENETO	6,50%	8,5%

BRUZZI	1,31%
BASILICATA	0,58%
CALABRIA	1,88%
CAMPANIA	5,30%
EMILIA ROMAGNA	10,52%
FRIULI	2,55%
LAZIO	7,31%
LIGURIA	4,56%
LOMBARDIA	22,36%
MARCHE	2,43%
MOLISE	0,28%
PIEMONTE	10,37%
PUGLIA	4,41%
SARDEGNA	1,32%
SICILIA	4,31%
TOSCANA	6,50%
TRENTINO	1,52%
UMBRIA	1,39%
V. D'AOSTA	0,28%
VENETO	10,59%

* Cfr. "I bilanci delle famiglie nell'anno 2004", op. cit

- **TAV. VII** : Mappa del risparmio gestito 2005 – raccolta e patrimonio per prodotto

	Patrimonio gestito lordo		Patrimonio al netto della duplic. di OICR di gruppo	
	Mil. euro	In %	Mil. euro	In %
TOTALE	1.050.899	100,0%	885.629	100,0%
OICR aperti	576.507	54,9%	564.731	63,8%
OICR chiusi	8.469	0,8%	8.469	1,0%
GPF retail	114.066	10,9%	24.675	2,8%
GPM retail	78.364	7,5%	63.267	7,1%
Gestioni di patrimoni referenziali	15.357	1,5%	13.815	1,6%
Gestioni di patrimoni assicurativi	190.199	18,1%	144.992	16,4%
Altre gestioni	67.938	6,5%	65.679	7,4%

- **TAV. VIII**: Mappa del risparmio gestito 2005 – raccolta e patrimonio – dati aggregati del prodotto

	Patrimonio gestito lordo		Patrimonio al netto della duplic. di OICR di gruppo	
	Mil. euro	In %	Mil. euro	In %
OICR aperti	576.507	54,9%	564.731	63,77%
OICR aperti	553.785	52,7%	544.369	61,47%
OICR riservati	3.527	0,3%	3.527	0,4%
OICR hedge	19.195	1,8%	16.835	1,9%
OICR chiusi	8.469	0,8%	8.469	0,96%
OICR immobiliari	8.180	0,8%	8.180	0,92%
OICR mobiliari	289	0,0%	289	0,03%
GPF retail	114.066	10,9%	24.675	2,79%
GPM retail	78.364	7,5%	63.267	7,14%
Gestioni di patr.	15.357	1,5%	13.815	1,56%
Fondi pensione aperti	2.528	0,2%	1.825	0,21%
Fondi pensione negoziali	5.396	0,5%	5.261	0,59%
Forme di prev. complementare	40	0,0%	40	0,0%
Altre forme previdenziale	7.392	0,7%	6.690	0,76%
Gestione di prodotti assicurativi	190.199	18,1%	144.992	16,37%
Altre gestioni	67.938	6,5%	65.679	7,42%
TOTALE	1.050.899	100%	885.629	100%

- **TAV. IX:** fondi di diritto italiano e estero promossi da intermediari italiani – raccolta, numero di fondi e patrimonio 2005

Dati aggregati per gruppo di promozione

	Raccolta	Numero	Patrimonio		
	netta	fondi			
	Mil. euro	unità	Mil. euro	In %	Conc.
SAN PAOLO – IMI	355,3	245	111.926,8	19,5%	19,15%
Gr. UNICREDITO IT	874,3	123	91.005,9	15,57%	34,72%
GRUPPO INTESA	-561,7	178	77.061,2	13,18%	47,90%
FINECO-GRUPPO BANCARIO	-11,8	87	33.933,9	5,81%	53,70%
CAPITALIA	61,7	36	27.505,6	4,71%	58,41%
ARCA	-260,4	68	22.644,0	3,87%	62,28%
MONTE DEI PASCHI DI SIENA	-65,7	66	17.716,3	3,03%	65,31%

- **TAV. X:** Evoluzione del saldo finanziario delle famiglie italiane

	Saldi finanziari		Propensione al risparmio
	Mld.	% del Pil	% reddito lordo disponibile
2002	157.025	8.9	18.2
2003	144.945	7.7	17.9
2004	129.189	6.6	15.7
2005	82.279	2.1	14.7

- **TAV.XI:** Motivazioni dell'utilizzo dei servizi di internet Banking

Modalità	%
Velocità – modo più facile di operare con la banca	40.48
Comodità – poter operare da casa e da lavoro	52.68
Interesse per il mercato borsistico/azionario	4.44
Apertura dei conti correnti per attività di commercio elettrico	0.37
Risparmio di tempo - Indipendenza dallo sportello (nessuna coda)	30.31
Sicurezza/riservatezza - Maggiore discrezione nelle operazioni	7.02
Disponibilità del servizio 24 ore su 24	26.80
Nessun limite geografico di operatività	4.44
Interattività con la banca - Internet strumento di comunicazione bidirezionale	5.91
Risparmio di costi/commissioni sulle operazioni eseguite	8.69
Accedere a informazioni aggiornate in tempo reale	1 3.49
Poter gestire le operazioni relative al proprio conto corrente	7.39
Curiosità	3.14
Evitare errori derivanti da eventuali distrazioni degli impianti	3.88

- **TAV. XII:** mappa del risparmio gestito – Raccolta e patrimonio del mese – dati aggregati per gruppo di gestione con dettaglio prodotto

	Patrimonio gestito netto	
	Mil euro	In %
EURIZON FINACIAL GROUP	158288,1	16,84%
- UNICREDITO ITALIANO	122010,0	12,98%
- Gr. CREDIT AGRIC. – Gr. BANCA INTESA	109494,0	11,65%
- LE ASSICURAZIONI GENERALI	122009,9	12,98%
- MONTE DEI PASCHI DI SIENA	42251,4	4,5%
- GRUPPO CAPITALIA	33965,0	3,61%
- RAS	37570,0	4,00%
- BANCO POPOLARE DI VERONA E NOVARA	28886,0	3,07%
- ARCA	33532,3	3,57%
- GRUPPO MEDIOLANUM	22533,3	2,40%

- **TAV. XIII:** mappa del risparmio gestito 2005 – raccolta e patrimonio del mese per categoria

	Patrimonio gestito lordo		Patrimonio al netto della duplic. di OICR di gruppo	
	Mil. euro	In %	Mil. euro	In %
TOTALE	1.050.899	100,0%	885.629	100,0%
AZIONARI	161.146	15,3%	146.645	16,6%
BILANCIATI	224.230	21,3%	172.851	19,5%
OBBLIGAZIONARI	354.616	33,7%	321.931	36,3%
MONETARI	93.125	8,9%	91.394	10,3%
FLESSIBILI	41.587	4,0%	33.145	3,7%
HEDGE	28.251	2,7%	24.556	2,8%
NON CLASS.	147.944	6,5%	95.118	10,7%

- **TAV. XIV:** Uso di internet e del Remote Banking (percentuali di famiglie)

Modalità*	Utilizzo di internet	Acquisti tramite internet	Utilizzo dei servizi di Remote Banking
SESSO			
MASCHI	35,9	8,3	6,5
FEMMINE	23,9	4,0	3,1
ETA'			
FINO A 30 ANNI	39,3	8,6	6,3
DA 31 A 40 ANNI	42,0	11,4	9,2
DA 41 A 50 ANNI	47,9	9,8	7,9
DA 51 A 65 ANNI	40,0	8,4	5,4
OLTRE A 65 ANNI	6,1	0,5	1,0
TITOLO DI STUDIO			
SENZA TITOLO	0,6	0,1	0,3
LICENZA ELEMENTARE	6,8	0,6	0,2
MEDIA INFERIORE	28,0	4,0	2,7
MEDIA SUPERIORE	56,0	12,8	10,6
LAUREA	74,8	26,0	20,8
SETTORE			
AGRICOLTURA	17,7	4,5	2,7
INDUSTRIA	39,0	8,8	5,3
P.A. SERVIZI PUBBLICI	56,1	11,9	9,4
ALTRI SETTORI	49,0	11,8	11,1
NESSUN SETTORE	12,7	2,1	1,5
COND. PROFESSIONALE			
LAVORATORE DIPENDENTE			
Operaio	22,6	2,5	2,0
Impiegato	58,5	12,5	9,4
Dirigente, direttivo	79,2	28,2	24,5
Totale	43,6	9,3	7,3
LAVORATORE INDIPENDENTE			

Imprenditore, libero professionista			
Altro autonomo	67,8	21,4	17,8
Totale	40,1	8,9	5,9
COND. NON PROFESSIONALE	52,3	14,4	11,2
Pensionati			
Altri non occupati	12,5	2,1	1,6
totale	14,7	2,0	0,3
NUMERO DI COMPONENTI	12,7	2,1	1,5
1 COMPONENTE			
2 COMPONENTI	19,6	6,1	4,8
3 COMPONENTI	22,7	5,1	4,1
4 COMPONENTI	45,7	9,4	8,7
5 E PIU' COMPONENTI	45,9	8,1	5,8
NUMERO DI PERCETTORI	36,3	7,9	2,5
1 PERCETTORE			
2 PERCETTORI	23,2	5,0	3,7
3 PERCETTORI	38,6	8,3	7,2
4 E PIU' PERCETTORI	49,7	11,4	7,7
AMPIEZZA COMUNALE	52,3	12,0	5,2
FINO A 20.000 ABITANTI			
DA 20.000 A 40.000 ABITANTI	28,3	5,3	3,2
DA 40.000 A 500.000 ABITANTI	31,5	6,1	4,2
OLTRE 500.000 ABITANTI	33,7	8,4	7,5
AREA GEOGRAFICA	43,9	11,2	10,5
NORD			
CENTRO	37,8	9,0	7,8
SUD E ISOLE	38,1	9,6	6,4
TOTALE	20,2	2,4	1,4
	32,3	7,0	5,5

*le caratteristiche individuali sono riferite al capofamiglia, inteso come il maggior percettore di reddito all'interno della famiglia

- **TAV. XV:** Diffusione dei depositi bancari (percentuali di famiglie)

Modalità*	Processi di depositi bancari in c/c	Possesso di depositi bancari a risparmio	Possesso di depositi bancari
SESSO			
MASCHI	77,3	11,7	81,0
FEMMINE	63,6	9,9	67,4
ETA'			
FINO A 30 ANNI	75,1	12,4	77,9
DA 31 A 40 ANNI	80,8	10,8	83,4
DA 41 A 50 ANNI	81,1	10,2	83,2
DA 51 A 65 ANNI	80,5	11,4	83,6
OLTRE A 65 ANNI	55,7	11,5	62,1
TITOLO DI STUDIO			
SENZA TITOLO	20,9	11,8	30,1
LICENZA ELEMENTARE	56,6	13,8	64,0
MEDIA INFERIORE	76,5	11,0	79,5
MEDIA SUPERIORE	89,6	10,0	90,6
LAUREA	95,8	6,8	96,2
SETTORE			
AGRICOLTURA	62,7	23,8	70,9
INDUSTRIA	80,5	12,5	83,4
P.A. SERVIZI PUBBLICI	86,2	7,7	86,8
ALTRI SETTORI	83,8	9,4	85,3
NESSUN SETTORE	60,0	11,6	66,0
CONDIZIONE PROFESSIONALE			
LAVORATORE DIPENDENTE			
Operaio	70,2	13,6	74,5
Impiegato	88,0	7,5	88,5
Dirigente, direttivo	95,9	10,3	96,6
Totale	80,4	10,6	82,7
LAVORATORE INDIPENDENTE			
Imprenditore, libero professionista	92,9	12,1	94,7
Altro autonomo	84,2	11,5	86,1
Totale	88,0	11,8	89,9

CONDIZIONE NON			
PROFESSIONALE	61,8	11,6	67,9
Pensionati	37,5	10,8	42,8
Altri non occupati	60,0	11,6	66,0
totale			
NUMERO DI COMPONENTI	61,0	8,6	65,3
1 COMPONENTE	73,1	10,4	77,1
2 COMPONENTI	81,7	11,4	84,6
3 COMPONENTI	81,2	13,9	84,8
4 COMPONENTI	68,2	14,7	71,3
5 E PIU' COMPONENTI			
NUMERO DI PERCETTORI	64,8	9,7	69,4
1 PERCETTORE	80,2	12,0	83,1
2 PERCETTORI	84,6	14,7	87,5
3 PERCETTORI	91,0	12,8	92,1
4 E PIU' PERCETTORI			
CLASSE DI REDDITO	24,4	9,0	31,9
FINO A 10 MILA EURO	56,7	11,2	62,9
DA 10 A 20 MILA EURO	80,2	12,0	83,9
DA 20 A 30 MILA EURO	91,1	10,3	92,3
DA 30 A 40 MILA EURO	95,6	11,4	95,9
OLTRE 40 MILA EURO			
AMPIEZZA COMUNALE	70,6	14,5	76,0
FINO A 20.000 ABITANTI	74,2	11,6	77,6
DA 20.000 A 40.000 ABITANTI	75,8	9,4	78,4
DA 40.000 A 500.000 ABITANTI	76,1	2,3	76,3
OLTRE 500.000 ABITANTI			
AREA GEOGRAFICA	89,9	10,7	91,7
NORD	76,8	9,3	79,6
CENTRO	46,0	13,0	53,1
SUD E ISOLE	73,2	11,1	76,9
TOTALE			

*le caratteristiche individuali sono riferite al capofamiglia, inteso come il maggior percettore di reddito all'interno della famiglia

- TAV. XVI : Possesso a fine 2004 di attività finanziare (percentuali di famiglie)

Modalità *	Dep. Bancari	Dep. Postali	Totale depositi	Titoli di stato	Obblig. e fondi c.	Azioni e partec.	Gest. Patrimoniali	Titoli esteri	Prestiti coop.
SESSO									
MASCHI	81,0	18,0	88,2	7,2	13,1	8,3	2,0	1,4	1,6
FEMMINE	67,4	20,6	80,6	7,8	9,0	4,6	1,1	0,4	1,5
ETA'									
FINO A 30 ANNI	77,9	15,4	84,4	5,5	4,8	2,7	0,3	0,2	1,6
DA 31 A 40 ANNI	83,4	16,3	88,5	4,6	12,1	6,5	2,3	0,6	1,4
DA 41 A 50 ANNI	83,2	17,1	89,1	6,4	13,4	9,2	1,3	1,4	2,2
DA 51 A 65 ANNI	83,6	18,3	90,4	9,8	16,5	10,4	2,6	2,2	1,5
OLTRE A 65 ANNI	62,1	22,8	78,5	8,3	8,5	4,5	1,4	0,4	1,2
T. DI STUDIO									
SENZA TITOLO	30,1	28,0	55,9	1,0	0,7	0,1	0,0	0,0	0,4
LIC. ELEMENT.	64,0	20,7	77,4	6,7	5,3	1,9	0,7	0,5	1,2
MEDIA INF.	79,5	17,8	87,5	6,4	10,2	5,6	1,2	1,1	1,4
MEDIA SUP.	90,6	18,0	95,0	9,2	19,5	12,4	2,7	1,2	2,3
LAUREA	96,2	12,9	98,2	12,3	23,0	18,4	5,7	3,5	1,6
SETTORE									
AGRICOLTURA	70,9	16,9	79,9	3,9	8,2	2,2	0,6	0,0	1,0
INDUSTRIA	83,4	17,5	89,3	6,7	12,4	8,5	1,6	0,9	1,5
P.A. SER. PUBBL.	86,8	21,9	95,4	7,4	14,7	8,4	1,9	1,2	1,1
ALTRI SETTORI	85,3	13,9	89,0	6,3	13,8	9,9	2,2	1,9	2,6
NESSUN SETT.	66,0	20,9	79,5	8,4	9,9	5,0	1,6	0,8	1,3
COND. PROFES.									
LAVOR. DIP.									
Operaio	74,5	19,7	83,6	3,6	5,2	2,8	0,7	0,5	1,0
Impiegato	88,5	17,5	94,3	7,4	15,9	9,8	1,4	1,4	1,9
Dirigente, direttivo	96,6	16,3	98,3	16,2	28,1	20,3	5,2	3,8	2,4
Totale	82,7	18,5	89,7	6,4	12,0	7,5	1,4	1,2	1,5
LAVORATORE INDIP.									
Imprenditore, libero prof.	94,7	12,4	95,4	8,0	24,8	19,3	4,7	3,1	3,6
Altro autonomo	86,1	14,1	89,7	6,8	11,7	7,4	2,1	0,4	1,5

Totale	89,9	13,4	92,2	7,3	17,5	12,7	3,2	1,6	2,4
COND. NON PROFESSIONALE									
Pensionati	67,9	21,7	81,9	8,8	10,5	5,3	1,8	0,9	1,4
Altri non occupati	42,8	10,7	50,1	3,8	2,5	2,0	0,1	0,0	0,0
totale	66,0	20,9	79,5	8,4	9,9	5,0	1,6	0,8	1,3
N. DI COMP.									
1 COMPONENTE	65,3	17,4	78,6	6,7	7,4	3,9	1,5	0,6	1,3
2 COMPONENTI	77,1	18,9	87,1	8,5	13,1	7,2	2,1	0,7	1,8
3 COMPONENTI	84,6	17,4	89,7	8,6	15,3	9,2	2,7	1,5	2,1
4 COMPONENTI	84,8	21,5	91,2	6,1	13,3	9,5	0,9	1,8	1,3
5 E PIU'	71,3	19,5	80,0	4,3	8,5	6,1	0,5	1,2	0,3
COMPONENTI									
N. DI PERCET.									
1 PERCETTORE	69,4	17,5	80,8	5,7	8,3	4,4	1,3	0,7	1,0
2 PERCETTORI	83,1	19,4	89,9	8,4	15,3	9,6	2,5	1,4	2,1
3 PERCETTORI	87,5	22,1	93,4	11,0	15,7	11,5	1,2	1,9	2,4
4 E PIU'	92,1	22,3	98,3	11,5	15,8	7,1	0,8	1,4	0,7
PERCETTORI									
CLASSE DI RED.									
FINO A 10. 000 €	31,9	19,9	48,4	1,1	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2
1.000-20.000 €	62,9	20,7	78,3	3,3	3,3	1,2	0,3	0,1	0,8
20.000-30.000 €	83,9	19,0	91,7	6,9	10,6	4,0	0,9	0,7	1,5
30.000-40.000 €	92,3	17,9	96,5	9,3	17,7	9,9	3,0	1,7	2,6
OLTRE 40.000 €	95,9	15,8	97,7	14,7	26,3	20,2	4,6	2,8	2,6
AMP. COMUNE									
FINO A 20.000AB.	76,0	22,5	86,8	7,5	12,0	7,2	1,8	0,9	0,9
20.000-40.000AB.	77,6	19,3	86,8	7,7	12,7	6,6	1,2	1,1	3,6
40.000-500.000AB.	78,4	15,2	85,6	7,4	13,2	7,4	1,7	1,2	2,3
Più di 500.000AB.	76,3	11,9	82,5	6,3	8,2	7,1	2,2	1,4	0,5
AREA GEOGRAFICA									
NORD	91,7	15,4	96,0	11,0	18,7	11,3	2,6	1,9	2,3
CENTRO	79,6	18,7	87,7	7,8	9,9	6,2	2,0	0,6	2,2
SUD E ISOLE	53,1	23,8	69,6	1,6	3,0	1,6	0,4	0,2	0,0
TOTALE	76,9	18,8	85,9	7,4	11,9	7,2	1,8	1,1	1,5

*le caratteristiche individuali sono riferite al capofamiglia, inteso come il maggior percettore di reddito all'interno della famiglia

- **TAV. XVII** : Valori mediani di reddito e consumi e famigliari (euro)

Modalità *	Reddito	Consumi
SESSO		
MASCHI	26.327	20.400
FEMMINE	18.452	15.600
ETA'		
FINO A 30 ANNI	23.600	19.380
DA 31 A 40 ANNI	25.877	19.580
DA 41 A 50 ANNI	28.807	22.200
DA 51 A 65 ANNI	29.503	21.600
OLTRE A 65 ANNI	17.100	13.704
TITOLO DI STUDIO		
SENZA TITOLO	12.154	9.600
LICENZA ELEMENTARE	17.398	14.400
MEDIA INFERIORE	24.177	19.200
MEDIA SUPERIORE	31.641	24.000
LAUREA	45.366	30.300
SETTORE		
AGRICOLTURA	20.217	17.600
INDUSTRIA	27.574	21.500
P.A. SERVIZI PUBBLICI	31.176	22.800
ALTRI SETTORI	29.533	21.870
NESSUN SETTORE	18.452	14.700
CONDIZIONE PROFESSIONALE		
LAVORATORE DIPENDENTE		
Operaio	21.249	18.000
Impiegato	31.155	22.800
Dirigente, direttivo	49.612	33.400
Totale	27.301	20.520
LAVORATORE INDIPENDENTE		
Imprenditore, libero professionista	41.602	30.250
Altro autonomo	30.992	22.800
Totale	34.481	26.000
CONDIZIONE NON PROFESSIONALE		
Pensionati	19.033	15.000
Altri non occupati	11.500	12.000
totale	18.452	14.700

NUMERO DI COMPONENTI		
1 COMPONENTE	15.300	13.200
2 COMPONENTI	23.453	18.000
3 COMPONENTI	31.017	22.500
4 COMPONENTI	32.363	23.520
5 E PIU' COMPONENTI	27.052	21.088
NUMERO DI PERCETTORI		
1 PERCETTORE	17.008	15.600
2 PERCETTORI	30.633	22.100
3 PERCETTORI	41.840	26.600
4 E PIU' PERCETTORI	54.855	34.402
CLASSE DI REDDITO		
FINO A 10 MILA EURO	7.802	5.100
DA 10 A 20 MILA EURO	15.458	13.600
DA 20 A 30 MILA EURO	24.241	19.200
DA 30 A 40 MILA EURO	34.357	25.000
OLTRE 40 MILA EURO	51.669	33.700
AMPIEZZA COMUNALE		
FINO A 20.000 ABITANTI	22.800	18.000
DA 20.000 A 40.000 ABITANTI	24.421	19.200
DA 40.000 A 500.000 ABITANTI	24.193	19.200
OLTRE 500.000 ABITANTI	25.495	20.400
AREA GEOGRAFICA		
NORD	27.740	20.400
CENTRO	27.166	21.600
SUD E ISOLE	17.341	15.000
TOTALE	23.833	19.000

*le caratteristiche individuali sono riferite al capofamiglia, inteso come il maggior percettore di reddito all'interno della famiglia

- TAV. XVIII : Possesso di attività finanziare rischiose per caratteristiche del capofamiglia* (percentuali)

	1992	1994	1996	1999	2001	2003	2005
CONDIZIONE PROFESSIONALE							
LAVORATORE DIPENDENTE							
Operaio	2.6	3.6	5.8	10.6	13.7	12.3	7.9
Impiegato	10.5	14.3	15.9	23.6	29.8	28.8	23.7
Dirigente, direttivo	14.9	24.2	26.7	39.5	44.2	45.5	38.7
Totale	7.7	10.4	12.4	19.7	24.0	23.1	17.8
LAVORATORE INDIPENDENTE							
Imprenditore, libero professionista	24.7	32.4	32.0	41.6	38.7	45.0	34.4
Altro autonomo	9.4	13.5	12.1	21.8	25.7	27.1	21.8
Totale	13.5	17.4	16.0	27.7	29.8	33.4	26.3
CONDIZIONE NON PROFESSIONALE							
Pensionati	4.1	5.5	6.4	13.1	15.7	15.5	15.5
Altri non occupati	0.8	2.5	4.6	9.5	6.8	4.4	4.5
totale	3.9	5.3	6.3	12.7	14.9	14.7	14.7
AREA GEOGRAFICA							
NORD	12.0	14.5	16.0	26.5	32.4	33.2	27.6
CENTRO	5.8	8.5	10.9	17.0	19.8	21.0	16.7
SUD E ISOLE	1.9	3.0	2.2	6.4	6.4	5.6	4.2
TOTALE	7.5	9.7	10.5	18.1	21.2	21.5	18.0

*obbligazioni, azioni, fondi, gestioni patrimoniali e titoli esteri. Le caratteristiche individuali sono riferite al capofamiglia, inteso come il maggior percettore di reddito all'interno della famiglia

- **TAV. XIX** : Distribuzione delle famiglie per livello di informazione finanziaria* (valori percentuali, unità)

	Non dedica tempo	Meno di 1 ora alla settimana	Oltre 1 ora alla settimana	Totale
TITOLO DI STUDIO				
NON OLTRE MEDIA INFERIORE	75.5	21.0	3.2	100.0
MEDIA SUPERIORE	53.0	39.6	7.4	100.0
LAUREA	45.3	44.1	10.6	100.0
CONDIZIONE PROFESSIONALE				100.0
LAVORATORE DIPENDENTE	61.8	32.3	5.9	100.0
LAVORATORE INDIPENDENTE	54.8	38.2	7.0	100.0
CONDIZIONE NON PROFESSIONALE	71.9	23.8	4.3	100.0
CLASSE DI REDDITO				100.0
FINO A 10 MILA EURO	94.3	2.9	2.9	100.0
DA 10 A 20 MILA EURO	86.9	10.6	2.5	100.0
DA 20 A 30 MILA EURO	72.8	23.9	3.3	100.0
DA 30 A 40 MILA EURO	59.7	35.2	5.1	100.0
OLTRE 40 MILA EURO	48.4	42.8	8.8	100.0
AREA GEOGRAFICA				100.0
NORD	59.5	35.3	5.2	100.0
CENTRO	65.3	27.9	6.8	100.0
SUD E ISOLE	83.2	11.9	5.0	100.0
TOTALE	64.8	29.8	5.4	100.0

*le caratteristiche individuali sono riferite al capofamiglia, inteso come il maggior percettore di reddito all'interno della famiglia

- **TAV. XX** : Ricchezza netta mediana familiare per condizione professionale del capofamiglia* (numeri indice, Italia = 100)

	1996	1999	2001	2003	2005
LAVORATORE DIPENDENTE					
Operaio	65,0	64,8	51,4	39,0	33,4
Impiegato	134,5	128,7	124,9	123,9	122,7
Dirigente, direttivo	222,6	175,2	185,1	218,5	205,5
Totale	105,0	102,8	91,3	92,7	83,7
LAVORATORE INDIPENDENTE					
Imprenditore, libero professionista	296,5	231,3	203,3	229,4	227,1
Altro autonomo	188,2	177,6	161,9	175,6	183,3
Totale	201,0	191,6	176,8	198,0	198,4
COND. NON PROFESSIONALE					
Pensionati	70,3	80,9	92,6	90,2	99,6
Altri non occupati	10,8	35,8	22,2	35,6	32,7
totale	67,2	74,8	88,4	87,6	95,6
TOTALE	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

* le stime sono ottenute sui dati dell'Archivio Storico, secondo definizioni e metodi di aggregazioni omogenei tra i vari anni considerati. Esse possono pertanto non coincidere con quelle che si verificano dalle pubblicazioni relative ai singoli anni. Le caratteristiche individuali sono riferite al capofamiglia, inteso come il maggior percettore di reddito all'interno della famiglia

- **TAV. XXI** : Ripartizione delle attività finanziarie nette per condizione professionale* (valori percentuali)

	Quota delle famiglie	Quota dei depositi bancari e postali	Quota dei titoli di Stato	Quota di azioni, fondi comuni e altri titoli	Quota delle attività finanziarie	Quota delle passività finanziarie	Quota delle attività finanziarie nette**
LAVORATORE DIPENDENTE							
Operaio	21,6	12,4	7,4	5,3	8,9	19,6	1,5
Impiegato	20,7	21,8	18,7	18,3	19,3	20,4	18,6
Dirigente, direttivo	4,1	7,3	12,1	10,7	8,5	6,9	9,6
Totale	46,4	41,6	38,2	34,2	36,7	46,9	29,6
LAVORATORE INDIPENDENTE							
Imprenditore, libero professionista	5,8	12,5	10,3	20,5	17,0	23,4	12,7
Altro autonomo	7,4	7,9	6,8	7,6	9,7	22,3	1,0
Totale	13,2	20,4	17,1	28,1	26,7	45,6	13,6
COND. NON PROFESSIONALE							
Pensionati	37,4	35,8	43,9	36,9	35,1	6,7	54,8
Altri non occupati	3,0	2,2	0,9	0,8	1,5	0,8	1,9
totale	40,4	36,0	44,8	37,7	7,5	7,5	56,7
TOTALE	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

*le caratteristiche individuali sono riferite al capofamiglia, inteso come il maggior percettore di reddito all'interno della famiglia

** attività finanziarie al netto delle passività finanziarie detenute

3) Investe o ha investito in Fondi Comuni?

- Sì No

4) Se ha investito, è stato soddisfatto?

- Sì, ho aumentato l'efficienza del mio portafoglio
- Non ho avuto benefici rilevanti
- Sono stato totalmente deluso

5) Ha fondi di diverse società di gestione o di un solo gestore?

- Ho fondi di un solo gestore
- Ho fondi di 2-3 gestori
- Ho fondi di 4 o più gestori diversi
- Vorrei avere fondi di più gestori, ma sono frenato dal dovermi rivolgere a più intermediari

6) A quale intermediario si è affidato per investire?

- Banche
- Sim
- Trading on line
- Consulenti finanziari

7) Chi le ha fornito le informazioni per effettuare una determinata scelta?

- Notizie finanziarie sui quotidiani
- Informazioni su siti specializzati in internet
- Consigli di amici
- Indicazioni di consulenti / banche

8) E' soddisfatto del servizio che le viene fornito?

- Sì no non del tutto

9) Esprima il suo giudizio sui servizi offerti dal suo intermediario dove:

**1= per niente soddisfatto, 2=non del tutto soddisfatto,
3=sufficientemente soddisfatto, 4=ampiamente soddisfatto,**

trasparenza e chiarezza nel presentare il prodotto 1 2

3 4

vasta gamma di prodotti 1 2

3 4

competenza e fiducia 1 2

3 4

informazione post-acquisto 1 2

3 4

aggiornamento puntuale sull'andamento dell'investimento 1 2

3 4

consulenza offerta 1 2

3 4

10) Ha mai sentito parlare di benchmark?

- Sì
- Vagamente ma non so a cosa serva
- No, non so cosa sia

RISPOSTE DEL QUESTIONARIO

- **Età**

< 35 anni	36-55 anni	56-65 anni	>65 anni
215	255	270	260
21,5%	25,5%	27%	26%

- **Sesso**

F	M
287	713
28,70%	71,30%

- **Titolo di studio**

Elementari	medie	superiori	triennale	Laurea
72	398	295	160	75
7,2%	39,8%	29,5%	16%	7,5%

- **Professione**

Operaio	Stud.	Impie.	Libero profes.	Imprend.	Pens.	Disocc.
198	84	272	201	85	109	51
19,8%	8,4%	27,2%	20,1%	8,5%	10,9%	5,1%

1) Ha sentito parlare di Risparmio Gestito?

SI	NO	VAGAMENTE
572	191	237
57,2%	19,1%	23,7%

2) Si fida dei fondi di investimento?

sì, investo e non sono pentito	793	79,3%
sì mi fido ma non ho mai avuto occasione di investire	144	14,4%
no, non mi fido	63	6,3%

3) Investe o ha investito in Fondi Comuni?

SI'	NO
937	63
93,7%	63,0%

4) Se ha investito, è stato soddisfatto?

Si, ho aumentato l'efficienza del mio portafoglio	697	69,7%
Non ho avuto benefici rilevanti	244	24,4%
Sono stato totalmente deluso	59	5,9%

5) Ha fondi di diverse società di gestione o di un solo gestore?

Ho fondi di un solo gestore	502	50,20%
Ho fondi di 2-3 gestori	351	35,10%
Ho fondi di 4 o più gestori diversi	49	4,90%
Vorrei avere fondi di più gestori, ma...	98	9,80%

6) A quale intermediario si è affidato per investire?

Banche	542	54,2%
Sim	123	12,3%
Trading on line	25	25,0%
Consulenti finanziari	310	31,0%

7) Chi le ha fornito le informazioni per effettuare una scelta?

Notizie finanziarie sui quotidiani	195	19,5%
Informazioni su siti specializzati in internet	80	8,0%
Consigli di amici	129	12,9%
Indicazioni di consulenti / banche	596	59,6%

8) E' soddisfatto del servizio che le viene fornito?

SI	NO	NON DEL TUTTO
101	542	357
10,1%	54,2%	35,7%

9) Esprima il suo giudizio sui servizi offerti dal suo intermediario :

	soddisfatto		non soddisfatto	
- trasparenza e chiarezza nel presentare il prodotto	365	36,5%	635	63,5%
- vasta gamma di prodotti	89	8,9%	911	91,1%
- competenza e fiducia	591	59,1%	409	40,9%
- informazione post-acquisto	198	19,8%	802	80,2%
- aggiornamento puntuale sull'andamento dell'investimento	203	20,3%	797	79,7%
- consulenza offerta	634	63,4%	366	36,6%

10) Ha mai sentito parlare di benchmark?

Sì	383	38,3%
Vagamente ma non so a cosa serva	423	42,3%
No, non so cosa sia	194	19,4%

Riferimenti bibliografici

- ABI, *Il Testo Unico della finanza, banche, mercati e gestione del risparmio*, Bancaria Editrice, Roma 1999.
- Alemanni B., *Nuove frontiere dell'asset management e del risparmio gestito*, Bancaria Editrice, Roma, 2005.
- Allen F., Santomero A., "*The Theory of Financial Intermediation*", Journal of Banking and Finance, n. 21, 1997.
- Alpa G., Capriglione F., *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, CEDAM, Padova, 1998.
- Alpa G., Gaggero P., "*Decreto legislativo n. 58/1998. Profili della tutela del risparmiatore*", Le Società, Ipsoa, Milano, 2005.
- Andersen, Ceradi (Luiss), *Rapporto sull'e-finance*, 2001, www.andersen.com
- Anfossi C., Mientini M., "*Il risparmio gestito in Europa: tendenze e prospettive*" in Borse Valori in Italia ed in Europa: analisi e prospettive a cura di Camaiti R., CEDAM, Padova, 1996.
- Annunziata F., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni d'investimento*, Rivista delle Società, n.2/2005.
- Arcelli M., *Il risparmio gestito: tra innovazione e incomprensione*, Economia Italiana, n.1/2003. Association for Investment Management Research, Global Investment Performance Standards Committee, GIPS – Edizione Italiana, a cura del Comitato Italiano per gli Standard di Presentazione della Performance, 1999, www.assogestioni.it
- Autieri P., "*La tutela dei risparmiatori e dei concorrenti contro la pubblicità ingannevole e scorretta*", Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari, Giuffrè, Milano, 1991.
- AA.VV., *Il Sole 24 Ore Guida al risparmio gestito*, inserto de Il Sole 24 Ore, 24 giugno 2006.

- AA.VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di Alpa e Capriglione, CEDAM, 2003.
- A.A.V.V.: "*Banche, promotori e Internet nell'offerta di prodotti finanziari*", a cura di Parrella F. e Tofanelli M., Il sole 24 ore, Milano, 2005.
- AA.VV., *Benchmark e fondi comuni*, Assogestioni, Milano 2002.
- Ballone M., D'Addona S., *La valutazione di un portafoglio finanziario gestito: l'indice sintetico Prometeia*, Università di Bologna, dicembre 2000, www.statfac.unibo.it.
- Banca d'Italia, "*Elementi per una riforma dei mercati mobiliari*", in Bollettino Economico, 2005.
- Banca Commerciale Italiana, *10 Anni di Fondi Comuni di Investimento*, Banca Commerciale Italiana Tendenze Monetarie, n. 72, marzo 2005.
- Banfi A., *I mercati e gli strumenti finanziari*, Utet, Torino, 1998.
- Banfi A.-Battista L., *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, il Mulino, Bologna, 2005.
- Basile I., *Nuove frontiere dell'asset management e del risparmio gestito*, Bancaria Editrice, Roma, 2001.
- Battigaglia R.-Pantano R., *Società di gestione del risparmio: il Provvedimento emanato dalla Banca d'Italia*, Le Società, n.10/2003.
- Belli F., Mazzini F., Tedeschi R., *Il Testo Unico della Finanza – commento breve al D.Lgs. 58/1998*, Il Sole 24 ore, Milano, 1998
- Beltratti A., Miraglia R., *I fondi sono indicizzati? I dati dimostrano il contrario*, Il Sole 24 ore, 28 luglio 1999
- Beltratti A., *L'allocazione del Portafoglio Secondo Classi di Attività Finanziarie: Il Caso dei Fondi Comuni di Investimento in Italia*, Quaderni di Ricerca del Centro di Economia Monetaria e Finanziaria "Paolo Baffi", n. 98, Università Bocconi, Milano, 2006.
- Biffi A., 1997, *Soluzione Banca Virtuale*, Azienda Banca- SDA Bocconi- SMAU
- Bisogni G.B., "*I modelli organizzativi della SGR nella prestazione del servizio di gestione collettiva*", in Le Società, n. 10/1998

- BNL, Servizio studi, *"Gli Exchange Traded Funds: un'alternativa di investimento nel mercato del risparmio gestito"* in Osservatorio sul risparmio gestito, Problemi e Analisi, n. 5, Dicembre 2001, BNL Edizioni
- Bocchicchio Francesco, *"Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare"*, Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia diretto da Galgano Francesco, XX, Cedam, Padova, 2004.
- Bonzanini Luca, *"La disciplina del collocamento a distanza di prodotti finanziari"*, I contratti, Ipsa, Milano, n. 5/2004.
- Bracchi G., Francalanci C., Giorgino M., 2000, *Internet Banking*, EGEA, Milano.
- Brinson, G., Hood, R., Beebower, G., *"Determinants of Portfolio Performance"*, Financial Analysts Journal, vol. 42, n. 4 (luglio-agosto) 1986.
- Caleffi F., Rabitti Bedogni C., Velo D., *"Il promotore finanziario"*, Giuffrè, Milano, 2002.
- Carignani A., *Il mondo finanziario e i canali distributivi alternativi*, in Il Sole 24 Ore, Ottobre 2006.
- Carlà F., *"Trading on line: la guida"*, Apogeo, Milano, 2000. Camera dei Deputati, Indagine conoscitiva sull'attuazione del Testo Unico della finanza, Roma, 2002.
- Candian A.D., *"Linee ricostruttive in materia di fondi pensione"* in I fondi di previdenza e di assistenza complementare a cura di Iudica G., CEDAM, Padova, 1998.
- Cardin M., Decima G., Pianca P., *"Un metodo di decisione multicriterio per la valutazione della performance dei fondi comuni"*, Il Risparmio, n. 3/92.
- Cenderelli E., *L'attività bancaria*, Giappichelli, Torino, 1998.
- Cesari R., Panetta F., *"Portafogli gestiti e tassi di rendimento: alcune considerazioni"*, in Bancaria, n. 1/1998.
- Cesari, R., Panetta, F., *"Style, Fees and Performance of Italian Equity Funds"*, Temi di discussione, n. 325, Banca d'Italia, 1998.
- Christopherson J. A., *"Equity style classification"*, Journal of Portfolio Management, 1995.
- Coggin T. D., Fabozzi F. J., *The handbook of equity style management*, Fabozzi and Associates Publishing, Philadelphia, 1995.
- Comana M., *Alcuni elementi per la definizione delle linee strategiche dell'Internet banking*, in Banche e Banchieri n° 4, 2002.

- Comporti C., *"Le società di investimento a capitale variabile"* in Diritto bancario, 1993, II
- Consob, *Il risparmio gestito in Italia - Caratteristiche generali e problemi di regolamentazione*, Intervento del Commissario Onado M., Agosto 2005.
- Consob, Quaderni di finanza, n. 28, *Lavori preparatori per il Testo Unico della finanza*, 2004.
- Consob, Quaderni di finanza, n. 30, *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, di Di Noia C., Piatti L., 2004.
- Consob, Quaderni di finanza, n. 36, *Le SGR. Prevenzione dei conflitti d'interesse e tutela del cliente*, di Lener R., 2005.
- Consob, Quaderni di finanza, n. 47, *Quanto sono grandi i vantaggi della diversificazione? Un'applicazione alle gestioni patrimoniali in fondi e ai fondi di fondi*, Aprile 2006.
- Consob, Quaderni di finanza, n. 49, *Fondi di fondi ed accordi di retrocessione*, gennaio 2006.
- Costanzo G.L., *Il brokeraggio nel risparmio gestito*, Bancaria Editrice, Roma, 2001.
- D'Addona S., *Tecniche di gestione patrimoniale: il benchmark value at risk per la misurazione e la gestione del rischio di un portafoglio finanziario*, Università di Bologna, 1999, www.statfac.unibo.it.
- De Felice M., Moriconi F., *"Nota sul calcolo dei rendimenti"*, appendice a GIPS – Edizione Italiana, a cura del Comitato Italiano per gli Standard di Presentazione delle Performance, 1999.
- Delia-Russel T, Di Mascio A., *E-Finance- Strategie e valutazione delle imprese finanziarie on line*, Il Sole 24 Ore, Milano 2000.
- De Lorenzo M., Fabrizio S., *L'intermediazione finanziaria attraverso Internet: una comparazione internazionale degli approcci regolamentari e prospettive di sviluppo*, Quaderno di finanza n°18, Maggio, ISR BORSA, 2001.
- De Marchi G., Roasio G., (3a edizione), *I Fondi Comuni di Investimento*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano.
- Dianos-Eurisko, *Ricerca sui bisogni informativi di gestori, promotori e investitori*, Roma 2001.
- Elton E.J. Gruber, M.J., *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, Wiley, NY, 1995.

- Elton, E. J., Gruber M.J., Das S., Hlavka M., *"Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios"*, Review of Financial Studies, Vol. 6, n. 1, 1993.
- Erzegovesi L., *"La valutazione della performance dei fondi comuni mobiliari"*, in BTB Economia Banca e Congiuntura, n. 1/1985.
- Fabrizi P.L., *La gestione del risparmio privato*, Bancaria Editrice, Roma 2005.
- Fama E., *"Components of investment performance"*, Journal of Finance, n. 27, giugno 1972.
- Ferrarini G., Marchetti P., *La riforma dei mercati finanziari*, Edibank, Roma 1998.
- Ferretti R., e Murgia M., *Fondi Comuni d'Investimento: Costi di Gestione e Performance*. In A. Penati (a cura di), *Il Rischio Azionario e la Borsa*. Egea, Milano, 2001.
- Forestieri G., Mottura P., *Il sistema finanziario. Istituzioni, mercati e modelli di intermediazione*, EGEA, Milano, 1998.
- Fusconi A., *Economia e struttura dei mercati degli strumenti finanziari*, Giappicchelli, Torino, 1999.
- Gabbrielli M., De Bruno S., *Capire la finanza*, Il Sole 24 ore, Milano, 2001.
- Germani A., *L'unificazione dell'attività di asset management in Italia*, LUISS, Roma, 1999.
- Ghiraldelli M., Languanti E., *L'Asset Management per gli investitori privati*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2000.
- Girino E., *"Fondi comuni e sicav: quali differenze?"* in Amministrazione e finanza, 1995, n. 11.
- Gottardo P., e Murgia M., *Variabili Fondamentali e Performance dei Fondi Comuni di Investimento*, Quaderni di Ricerca del Centro di Economia Monetaria e Finanziaria "Paolo Baffi", 2003.
- Grande G., Panetta F., *Why does performance persist? Evidence from italian equity funds*, Banca d'Italia, 2001.
- Grant D., 1977, *Portfolio Performance and the "Cost" of Timing Decisions*, Journal of Finance.
- Lo Cicero M., *"Risparmio e investimenti: banche, famiglie e imprese in Italia"*, *Economia Italiana*, n. 2, 2004.

- Hamau R., Ratti M. , *I fondi italiani sono indicizzati?*, Banca Commerciale Italiana, Capital Markets Notes n.14, agosto 1999.
- Ibbotson, R., Kaplan, P., *"Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?"*, Financial Analysts Journal, vol. 56, n. 1 (gennaio-febbraio) 2000.
- Ippolito, R. A., *"Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance, 1965-1984"*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 104, n. 1.
- ISVAP, *Le polizze Index e Unit Linked in Italia*, Quaderni ISVAP, www.isvap.it.
- Jensen M.C., *"The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964"* , in Journal of Finance, Maggio 1968.
- Jensen, M., *"The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964"*, Journal of Finance, Vol. 23, n. 1 (gennaio-febbraio), 1968.
- Languanti E., *Asset allocation e stili di gestione*, Omnia, Padova, 2001.
- Lener R., *"Nascono le sicav"* in Società, Utet, Torino, 1992.
- Markowitz H.M., *"Portfolio selection"*, in Journal of finance n. 7, marzo 1952.
- Markowitz H.M., *Portfolio selection*, Chapman & Hall Ltd., London, 1959.
- Mauri A., *"Risparmio familiare oggi: commento"*, Tendenze nuove della intermediazione finanziaria, Egea, Milano 2001.
- Mazzocchi G., *Risparmio e ciclo economico*, Giuffrè, Milano 1957.
- Mediobanca, *Dati di 870 fondi e Sicav Italiani* (1984 – 2000), maggio 2001, www.mbres.it/ita/mb_pubblicazioni/fondi.htm.
- Metelli F., Tassara M., *Tendenze evolutive nell'asset management. Una proposta per la misurazione dei rischi: il benchmark-var*, AIFIRM, Milano, 1998.
- Metelli F., *Manuale del risparmio gestito*, Il Sole 24 ore, Milano, 1998.
- Miglioli F., *Trading on line-Guida operativa all'investimento in rete*, Il sole 24 Ore, Milano 2000.
- Miglioli F., *Personal financial planning*, Il Sole 24 Ore, Milano 2001.
- Modigliani F., Modigliani L., *"Risk-Adjusted Performance"*, in The Journal of Portfolio Management, Winter 1997.

- Moro Visconti R., *La gestione dei portafogli mobiliari nel mercato finanziario globale*, Utet, Torino, 1991.
- Munari L., *I canali distributivi dei servizi Finanziari*, Egea, Milano, 1992.
- Onado M., *"Imprese , banche , agenzie di rating nella crisi del terzo millennio " , Mercati finanziari e sistema dei controlli*, Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale, Giuffrè, Milano 2005.
- Parrella F., *Banche promotori e Internet nell'offerta di prodotti finanziari* Il Sole 24 Ore – Libri, Settembre 2002.
- Pelizzon L., Sartore D., Grava T, *La Style Analysis nel Mercato Azionario Italiano*, Università Ca' Foscari di Venezia e GRETA, Venezia, 2000.
- Petrella G., *Le componenti del rendimento dei portafogli gestiti*. Un'applicazione della performance attribution ai fondi bilanciati di diritto italiano, ASSB/ Università Cattolica, Milano, 2001.
- Rabitti Bedogni C, *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*. Commento al D.Lgs. 24.02.1998, n. 58, Giuffrè, Milano, 1998.
- Rabitti Bedogni C., Cannizzaro G., Maviglia R., *La sollecitazione del pubblico risparmio*, Giuffrè, Milano, 1994.
- Ratti M., Orioli L.M., Les liaisons dangereuses. *L'indicizzazione di un fondo azionario italiano*, Comit Asset Management, marzo 2000, www.statfac.unibo.it.
- Resti A., *Banca Virtuale e Multicanale strategie, best practices, errori da evitare*, Edibank Roma, 2001.
- Ristuccia R., *"Le offerte di prodotti e servizi finanziari su Internet"*, in "Bancaria", n. 5/1997.
- Ruozi R., *Manuale dei fondi comuni di investimento*, Giuffrè, Milano, 1987.
- Russel- Di Mascio.A., *Wealth Management*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2001.
- Sanguinetti M. Forte, *Le società di gestione del risparmio*, Giuffrè 2000.

Siti internet consultati

ANASF (associazione nazionale dei promotori finanziari): www.ansf.it

ASSOGESTIONI: www.assogetioni.it

AUREO GESTIONI: www.aureo.it

BANCA INTESA: www.bancaintesa.it

BANCA D'ITALIA: www.bancaditalia.it

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO: www.bnl.it

BANCA SELLA: www.sella.it

BLUERATING: www.bluerating.com

BORSA & FINANZA: www.donovan.it

BORSA ITALIANA: www.borsaitaliana.it

BPM: www.bpm.it

CSIG: www.csig.it

CONSOB: www.aabank.it/download/Investire-in-fondi.pdf

FINANZA E TRASPORTI : www.finanzaetrasporti.it

FINECO: www.fineco.it

FONDI.IT: www.fondi.it

FUNDSTORE: www.fundstore.it

GOVERNO ITALIANO: www.governo.it

ICI (Investment Cy Institute) : www.ici.it

ING DIRECT: www.ingdirect.it

IL SOLE 24 ORE: www.radio24.ilsole24ore.com- www.ilsole24ore.it

ISIMM: www.isimm.it

IW BANK: www.iwbank.it

LA STAMPA WEB :www.lastampa.it
KPMG: “rapporto semestrale”: www.kpmg.it
MIAECONIMIA: www.miaeconomia.it
MILANO FINANZA: www.fmpassociati.it
MONTE DEI PASCHI DI SIENA: www.mps.it
MORNINGSTAR: www.morningstar.it
NEXTRA SGR: www.nexttrasgr.it
ON LINE SIM: www.onlinesim.it
OSSERVATORIO FINANZIARIO: www.osservatoriofinanziario.it
PERFORMANCE TRADING: www.performancetrading.it
PIANETA FONDI : www.planetfunds.com
PORTALINO : www.portino.ital
PROMETEIA: www.prometeia.it
RAS BANK:www.ras.it
SKYMEETING: www.skymeeting.it
SELLA: www.sella.it
SOLDIONLINE: www.soldionline.it
TELEBORSA: <http://temporeale.teleborsa.it>
TRADING ON LINE: www.tradingonline.it
UNIONE CONSULENTI: www.unioneconsulenti.it
VERISIGN: www.verisign.it
VNUNET.IT: articolo “Internet banking in Italia”: www.vnunet.it
XELION: www.xelion.it