



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO:
DALLE ORIGINI AD OGGI**

**THE INVESTMENT TRUSTS’
DEVELOPMENT**

Relatore:

Prof. Roberto Giulianelli

Rapporto Finale di:

Elisa Bellagamba

Anno Accademico 2018/2019

Indice

Introduzione	5
1. I fondi comuni di investimento	6
1.1 Definizione e caratteristiche.....	6
1.2 La classificazione	7
1.3 Le SGR e la regolamentazione del fondo	12
2. Nascita e sviluppo dei fondi comuni	15
2.1 La nascita dei fondi comuni	15
2.2 La storia del risparmio gestito in Italia.....	19
2.2.1 Dal dopoguerra alla politica del “laissez-faire” degli anni ‘60.....	19
2.2.2 I cambiamenti degli anni ‘70	21
2.2.3 La nascita dei fondi di diritto italiano	23
2.2.4 L’intervento della Comunità Europea alla fine degli anni ‘80.....	24
3. L’evoluzione della normativa nel contesto europeo.....	26
3.1 Verso l’unione monetaria.....	26
3.1.1 La nascita delle SIM	26
3.1.2 Il Trattato di Maastricht	27

3.1.3 I tagli alla spesa pubblica	30
3.1.4 Il Testo Unico della Finanza	31
3.2 La moneta unica europea	32
3.3 Il nuovo millennio	33
3.3.1 La crisi finanziaria del 2008.....	35
3.3.2 La crisi del debito sovrano	40
3.4 I sottoscrittori dei fondi comuni oggi.....	42
Conclusioni	45
Riferimenti bibliografici.....	47
Ringraziamenti	48

Introduzione

I fondi comuni di investimento sono, oggi, uno degli strumenti di capitalizzazione più diffusi in Italia.

Nonostante la loro nascita risalga alla seconda metà del Settecento, il primo fondo comune moderno viene creato negli Stati Uniti agli inizi del Novecento ed arriva in Europa solo nel secondo dopoguerra, dove ha un discreto successo grazie alla possibilità di investire piccole cifre, diversificare i rischi e ridurre i costi di gestione.

In un primo momento, in Italia vengono distribuiti i fondi comuni di diritto lussemburghese, finché il vuoto normativo non è colmato dalla legge n.77 del 23 maggio 1983, attraverso la quale si istituiscono i fondi comuni di diritto italiano, definiti dal legislatore Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio. Dall'entrata in vigore della nuova disciplina, tali strumenti hanno un repentino sviluppo, anche grazie al calo dei rendimenti dei titoli di Stato dovuto ai tagli alla spesa pubblica adottati negli anni '90 per rientrare nei parametri stabiliti dal Trattato di Maastricht.

L'esordio dell'euro, l'armonizzazione della normativa italiana con quella europea, la crescita della cultura finanziaria dei risparmiatori e le crisi del nuovo millennio sono fattori determinanti nella modifica degli strumenti e dei metodi di impiego del capitale.

Lo scopo di questo lavoro è descrivere come i cambiamenti storico-economici abbiano influito sullo sviluppo dei fondi comuni di investimento dalla loro creazione ad oggi.

Capitolo 1 - I fondi comuni di investimento

1.1 Definizione e caratteristiche

I fondi comuni di investimento sono strumenti di intermediazione finanziaria gestiti da Società di Gestione del Risparmio (SGR), le quali raccolgono capitale dai risparmiatori che poi reinvestono come unico patrimonio in attività mobili (titoli di Stato, azioni, obbligazioni, etc.) o in beni immobili¹.

Il Testo Unico della Finanza (TUF) li definisce, all'art. 1, come “il patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell’interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi”.

Come stabilito dal TUF, il portafoglio di un fondo comune è suddiviso in quote, che vengono acquistate dagli aderenti in proporzione al conferimento effettuato: questo comporta che non è presente la garanzia di un rendimento o dell’integrità del capitale, in quanto i guadagni (o le perdite) dipendono dall’andamento delle attività che compongono il portafoglio del fondo.

Le quote di un fondo comune, tutte di uguale valore e conferenti gli stessi diritti, sono rappresentate da certificati nominativi o al portatore. In alternativa, può essere richiesta l’emissione di un

¹ A. Banfi, M. Biasin, M. Oriani, G. Raggetti, *Economia degli intermediari finanziari*, Isedi, Torino, 2014, p.350.

certificato cumulativo, tenuto presso la banca depositaria e rappresentativo di tutte o parte delle quote appartenenti ai singoli partecipanti².

1.2 La classificazione

Le categorie di fondi comuni riconosciute dalla disciplina italiana sono:

- i fondi comuni aperti;
- i fondi comuni chiusi;
- i fondi riservati;
- i fondi speculativi.

I fondi aperti rappresentano la maggioranza dei fondi di investimento in circolazione. I partecipanti possono sottoscrivere in ogni momento le quote e, allo stesso modo, è sempre prevista la possibilità di domandare il rimborso delle stesse; per questo motivo il patrimonio dei fondi aperti è continuamente variabile e, quindi, è necessario che gli investimenti effettuati dal fondo siano prontamente liquidabili o che siano negoziabili in mercati secondari efficienti³.

Nell'ambito dei fondi aperti, si distinguono i fondi armonizzati, il cui patrimonio è investito nelle attività previste dalle normative europee, allo scopo di poter costituire e collocare questi fondi in paesi dell'Unione Europea anche diversi da quello di istituzione. Per differenza, i fondi non armonizzati sono tutti gli altri.

² A. Banfi, M. Biasin, M. Oriani, G. Raggetti, *Economia degli intermediari finanziari*, Isedi, Torino, 2014, p.352.

³ A. Banfi, M. Biasin, M. Oriani, G. Raggetti, *Economia degli intermediari finanziari*, Isedi, Torino, 2014, p.355.

Tra le categorie degli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR)⁴ aperti classificati da Assogestioni si annoverano:

- i fondi azionari, i quali investono almeno il 70% del loro portafoglio in azioni e detengono il restante 30% in obbligazioni o liquidità. Sono suddivisi in base al settore economico e/o all'ambito geografico a cui appartiene la maggioranza delle azioni che lo compongono (es. Fondi Azionari Italia, Europa, America, etc.);
- i fondi obbligazionari, il cui patrimonio deve essere investito esclusivamente in obbligazioni e liquidità. Questi, a loro volta, si suddividono in base alla valuta di denominazione, alla tipologia e al merito creditizio dell'emittente. In base a tali criteri, Assogestioni individua diversi tipi di fondi obbligazionari, distinguendoli sulla scorta dell'appartenenza a:
 - categorie specializzate (in un particolare mercato o verso particolari emittenti);
 - categorie non specializzate (fondi obbligazionari misti e fondi obbligazionari flessibili);
- i fondi bilanciati, che possono investire il proprio patrimonio in azioni o obbligazioni in percentuali variabili. In base a tali percentuali, Assogestioni individua:
 - fondi bilanciati azionari: investono in azioni una percentuale compresa tra il 50% e il 90% delle attività del portafoglio;

⁴ I fondi comuni di investimento sono definiti dal legislatore Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio.

- fondi bilanciati: investono in azioni una quota di portafoglio compresa tra il 30% e il 70%;
- fondi bilanciati obbligazionari: investono in azioni una quota di portafoglio tra il 10% e il 50%.

Questo tipo di fondi permette al risparmiatore di scegliere con maggiore autonomia la composizione del portafoglio;

- i fondi di liquidità, i quali non possono acquistare azioni e, quindi, investono il loro portafoglio in titoli obbligazionari o in attività liquide. Le attività presenti in questo tipo di fondi li caratterizzano per un basso profilo di rischio e per questo sono sottoscritti da risparmiatori avversi al rischio o con un orizzonte temporale a breve termine;
- i fondi flessibili, che si caratterizzano per non avere nessun vincolo in tema di asset allocation e per non avere alcuno specifico fattore di rischio; inoltre, non è prevista la presenza di un benchmark⁵ di riferimento. Gli unici vincoli che il fondo deve rispettare sono definiti dal regolamento del fondo⁶.

Nei fondi comuni chiusi, i risparmiatori possono sottoscrivere le quote solo in date prefissate e per importi massimi definiti. I sottoscrittori non potranno chiedere il rimborso delle proprie quote prima della scadenza, oppure, nei fondi semi-chiusi, in momenti diversi dalla scadenza o in caso di disinvestimento del fondo. Inoltre, le quote dei fondi comuni chiusi possono essere acquistate sia in

⁵ Con il termine benchmark si indica un parametro oggettivo di riferimento per confrontare le performance di portafoglio rispetto all'andamento del mercato.

⁶ www.assogestioni.it, consultato il 20 aprile 2020.

sede di emissione, che sul mercato secondario; tuttavia le oscillazioni del loro prezzo non influenzano il patrimonio del fondo comune, in quanto il valore delle quote al momento del riscatto è determinato in sede di emissione. L'investimento in un fondo chiuso prevede un orizzonte temporale di medio-lungo periodo e presenta un rendimento atteso superiore rispetto ai fondi comuni aperti, proprio per il maggiore rischio legato allo smobilizzo della partecipazione e alle caratteristiche dei beni oggetto dell'investimento⁷. Avendo un patrimonio fisso, la SGR può investire il portafoglio del fondo in:

- beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- strumenti finanziari non quotati diversi dagli OICR aperti, anche in misura superiore al 10%;
- altri beni per i quali esista un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza e periodicità almeno semestrale.

I fondi riservati consentono la partecipazione solo agli investitori istituzionali e specificati al momento dell'emissione. Gli investitori istituzionali sono le banche, le imprese di investimento, le assicurazioni e tutti i soggetti, anche esteri, iscritti negli elenchi degli articoli 106 e 107 del Testo Unico Bancario. Questi fondi possono essere sia aperti che chiusi e hanno la peculiarità di non poter essere collocati presso investitori diversi da quelli qualificati, poiché non sono soggetti ad alcune

⁷ A. Banfi, M. Biasin, M. Oriani, G. Raggetti, *Economia degli intermediari finanziari*, Isedi, Torino, 2014, p.356.

norme di contenimento dei rischi previste dalla disciplina per gli strumenti destinati ai risparmiatori privati. Ai fondi riservati è, infatti, riconosciuta ampia autonomia nella scelta dei beni oggetto dell'investimento e la possibilità di derogare alle norme prudenziali per il frazionamento e il contenimento dei rischi previste dalla Banca d'Italia.

Anche i fondi speculativi sono caratterizzati da un'ampia autonomia di scelta delle attività oggetto dell'investimento, ma, diversamente dai fondi riservati, non sono destinati esclusivamente agli investitori istituzionali. La normativa definisce speculativi i fondi il cui patrimonio può essere investito in beni anche diversi da quelli previsti per i fondi aperti e chiusi, in deroga a tutte le norme prudenziali previste dalla Banca d'Italia. L'istituzione di tali fondi è subordinata al rispetto di alcuni vincoli in tema di numero massimo dei partecipanti, pari a 200 soggetti, e di valore minimo della partecipazione, pari a 500.000 euro; inoltre, è fatto divieto di sollecitazione all'investimento, in modo tale che essi non possano essere offerti ad un pubblico indistinto. Questi limiti sono posti con l'obiettivo di limitare il numero degli aderenti al fondo comune e precludere l'ingresso a soggetti con disponibilità finanziarie non adeguate e, presumibilmente, meno consapevoli⁸.

I fondi più diffusi tra i risparmiatori sono i fondi di fondi e gli Exchanged Traded Fund (ETF). I fondi di fondi sono OICR aperti non armonizzati, caratterizzati dal fatto che il patrimonio raccolto può essere investito, anche nella sua totalità, in quote di altri organismi di investimento collettivo del risparmio, purché siano OICR armonizzati, oppure OICR aperti di diritto italiano il cui patrimonio non risulti, a sua volta, investito, in misura superiore al 10%, in quote di altri OICR (al

⁸ www.consob.it/cultura-finanziaria, consultato il 28 aprile 2020.

fine di evitare il fenomeno della “cascata dei fondi”). Il patrimonio del fondo può anche essere investito in quote di OICR non armonizzati, con un limite massimo del 30%.

Gli ETF, invece, sono fondi aperti a gestione passiva quotati sui mercati regolamentati e si limitano a replicare l'andamento di un indice finanziario quotato (ad esempio: il FTSE Mib, lo S&P 500, etc.). Elemento peculiare di tali fondi è la modalità di rimborso delle quote, che, generalmente, avviene in natura. Inoltre, la sottoscrizione si realizza in un mercato primario destinato agli investitori istituzionali di grandi dimensioni, che poi assumono il ruolo di market makers sul mercato secondario: essi, infatti, assicurano il regolare svolgimento delle contrattazioni e svolgono l'attività di sostegno della liquidità e dei corsi di borsa. Il vantaggio principale di questo tipo di fondi consiste nella diversificazione dei loro portafogli, che riduce sensibilmente i rischi dell'investimento. Inoltre, le importanti dimensioni del portafoglio consentono una forte riduzione dei costi e delle commissioni. Per questi motivi, sono investimenti adatti sia a orizzonti temporali di medio-lungo periodo, che a brevissimo termine⁹.

1.3 Le SGR e la regolamentazione del fondo

Le Società di Gestione del Risparmio sono intermediari finanziari autorizzati alla gestione collettiva del risparmio in Italia. Sono state istituite con il d. lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, in recepimento delle direttive europee; l'autorizzazione amministrativa viene rilasciata dalla Banca d'Italia, sentita la Consob e, verificata la presenza di alcune condizioni, le SGR devono:

⁹ A. Banfi, M. Biasin, M. Oriani, G. Raggetti, *Economia degli intermediari finanziari*, Isedi, Torino, 2014, p.362.

- adottare la forma della società per azioni;
- avere la sede legale e la direzione generale nel territorio italiano;
- avere un capitale sociale versato non inferiore a 1.000.000 di euro;
- presentare, oltre allo statuto e all'atto costitutivo, un programma concernente l'attività iniziale e una relazione sulla struttura organizzativa.

Inoltre, gli amministratori e il direttore generale devono possedere requisiti di onorabilità e professionalità e la denominazione sociale deve contenere le parole “società di gestione del risparmio”.

Queste società possono istituire e gestire fondi comuni e svolgere attività “connesse e strumentali” definite dalla Banca d'Italia, oltre a prestare consulenza in materia di investimenti, anche a livello individuale. La loro attività è regolata dal Ministero dell'economia e delle finanze¹⁰.

La politica di investimento delle SGR deve essere volta al perseguimento degli interessi della collettività dei risparmiatori, i quali, al momento della sottoscrizione, acquisiscono il mero diritto al rimborso delle quote alla scadenza prevista (per i fondi chiusi), o previa richiesta (per i fondi aperti). Le decisioni riguardanti gli investimenti vengono prese dalla società stessa, senza richiedere preventivamente il consenso del risparmiatore.

I fondi comuni sono disciplinati da un documento istitutivo, il regolamento del fondo, che è redatto dalla SGR e nel quale vengono descritti i rapporti contrattuali tra il partecipante e la società; la

¹⁰ F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2017.

centralità di questo documento è stata potenziata dalle norme più recenti, le quali prevedono la possibilità per l'operatore di determinare le caratteristiche del prodotto secondo le strategie perseguite e le richieste del mercato. La struttura e il contenuto del regolamento sono, però, generalmente standardizzati e soggetti a vincoli imposti dall'Organo di Vigilanza; la Banca d'Italia ha la facoltà di determinare le situazioni in cui il regolamento possa essere approvato in base all'oggetto dell'investimento, alle categorie di investitori e alle regole di funzionamento del fondo. Altrimenti, il regolamento si intende approvato se la Banca d'Italia non adotta un provvedimento di diniego entro tre mesi dalla presentazione dello stesso da parte della SGR.

Il sottoscrittore di quote di un fondo comune di investimento non ha la facoltà di partecipare alla negoziazione di tale documento: egli deve accettarlo senza possibilità di apportarvi modifiche¹¹.

Il regolamento del fondo deve contenere le modalità di partecipazione al fondo, la forma dello stesso, i termini e le modalità di emissione e rimborso delle quote; gli organi competenti per la scelta degli investimenti e i criteri di ripartizione degli stessi; il tipo di beni e strumenti finanziari nei quali è possibile investire il patrimonio del fondo; lo scopo del fondo, in termini di orizzonte temporale degli investimenti e di scopi che la SGR vuole perseguire; la banca depositaria presso la quale vengono espletate le funzioni di emissione e consegna di certificati e rimborso delle quote.

¹¹ A. Banfi, M. Biasin, M. Oriani, G. Raggetti, *Economia degli intermediari finanziari*, Isedi, Torino, 2014, p.353.

Capitolo 2 - Nascita e sviluppo dei fondi comuni

2.1 La nascita dei fondi comuni

La creazione del primo fondo comune di investimento viene attribuita ad un mercante olandese, Adriaan Van Ketwich, il quale, nel 1774 istituì il fondo “Eendragt Maakt Magt” (“L'unione fa la forza”, motto della repubblica olandese). Questo fondo venne creato a seguito della crisi di liquidità che aveva colpito Amsterdam l'anno precedente e aveva l'obiettivo di fornire agli investitori che avevano piccole somme di capitale la possibilità di diversificare i propri investimenti e ridurre i rischi: il fondo, infatti, investiva in obbligazioni emesse da Stati e banche estere, oltre che in prestiti concessi alle piantagioni delle Indie Orientali. L' Eendragt Maakt Magt era diviso in 2000 quote e, una volta acquistate tutte, l'unico modo per accedervi era quello di comprarle da un socio già esistente. Questo primo tentativo non ebbe molta fortuna, in quanto il dominio finanziario dell'Olanda era in fase di declino e lo scoppio della quarta guerra anglo-olandese, nel 1780, provocò la perdita delle piantagioni nelle quali il fondo aveva investito una parte importante del suo capitale. Ad oggi, può essere comunque annoverato come il fondo comune di investimento più longevo: venne liquidato nel 1893 all' 80% del suo valore iniziale.

I primi veri e propri “investment trusts” apparvero in Inghilterra verso la metà dell'Ottocento come società private di investimento mobiliare. In tale momento storico, l'Inghilterra era la prima potenza economica al mondo: essa, infatti, gestiva un quinto del commercio internazionale. La grande abbondanza di capitali consentì agli inglesi non solo di provvedere ai loro fabbisogni interni, ma

anche di aprire nuovi mercati collocando prestiti con l'estero. Nacque in questo contesto l'istituto del trust: una formula che prevede il trasferimento, da parte di una o più persone (disponenti), di beni e diritti al trustee, il quale assume l'obbligo di amministrarli nell'interesse di uno o più beneficiari¹².

Questo modello riscosse un discreto successo nell'Europa occidentale, fino a raggiungere gli Stati Uniti d'America sul finire dell'Ottocento. Seguendo l'esempio delle società inglesi, sorsero le prime società di investimento sotto forma di corporation, ovvero di società di capitale: i sottoscrittori; quindi, erano azionisti. Merita una particolare menzione la creazione del Fund Alexander in Philadelphia nel 1907, in quanto fu un importante passo verso quello che conosciamo come il moderno fondo comune. Questo, infatti, prevedeva temi semestrali e permetteva agli investitori di effettuare ritiri su richiesta.

Il primo fondo moderno comparve nel 1924 e fu creato dalla MFS Investment Management, la quale nel luglio di quell'anno lanciò il Massachusetts Investors Trust, ancora oggi presente nell'offerta di prodotti per il mercato azionario statunitense. Era composto da 80 grandi compagnie americane, il 95% delle quali è ancora presente nel fondo.

Dopo la prima guerra mondiale, quando gli Stati Uniti si trasformarono da paese debitore a paese largamente creditore, le investment companies ebbero un grande sviluppo, tanto da essere considerate uno dei fattori scatenanti della crisi del 1929. Infatti, grazie ad una politica monetaria

¹² U. De Ponti, *I fondi comuni di investimento con la nuova legge italiana*, Giuffrè, Milano, 1983.

fortemente espansiva della banca centrale statunitense, la Federal Reserve, larga parte della liquidità immessa sul mercato venne impiegata per l'acquisto di azioni quotate in borsa, soprattutto per il tramite di investment trust, cioè gli antesignani degli attuali fondi comuni di investimento¹³. Dall'inizio del 1928 le compravendite dei titoli azionari alimentarono una spirale al rialzo dei prezzi che culminò in una bolla speculativa, la quale finì per esplodere e portare al crollo dell'indice di Wall Street, avvenuto il 24 ottobre 1929 (noto come “black thursday”), seguito da un secondo crollo il 28 ottobre e da un terzo, il 29 ottobre (martedì nero), i quali portarono a vendite incontrollate di milioni di azioni da parte di investitori spaventati. L'indice Dow Jones subì una flessione del 40% in un mese e questo segnò l'inizio di una recessione su scala mondiale, la cosiddetta “Great Depression”, che ebbe effetti devastanti sotto vari profili: i prezzi dei prodotti industriali subirono una drastica discesa, determinando gravi difficoltà per le imprese nel far fronte ai loro debiti e alimentando la contrazione del commercio internazionale e dei redditi dei lavoratori, del reddito fiscale, dei prezzi e dei profitti, incrementando vertiginosamente anche la disoccupazione e producendo una severa riduzione del reddito. Le esigenze nazionali spinsero le banche statunitensi a chiedere il rientro dei prestiti erogati all'estero, estendendo gli effetti della crisi a livello mondiale¹⁴. Tali eventi portarono al fallimento di circa 600 fondi chiusi e al conseguente sviluppo degli “open-end trust”, i quali, grazie al diritto di riscatto della propria quota al valore intrinseco della giornata, limitavano il rischio dell'indebitamento, imponendo alle società di gestione del fondo di garantire un margine di liquidità. Nel 1940 il presidente Roosevelt, per evitare che fenomeni del genere

¹³ U. De Ponti, *I fondi comuni di investimento con la nuova legge italiana*, Giuffrè, Milano, 1983.

¹⁴ <http://www.consob.it/web/investor-education/la-crisi-del-29>, consultato il 20 aprile 2020.

potessero ripetersi, incaricò un gruppo di esperti di analizzare i fondi economici coinvolti; gli esperti giunsero alla conclusione che il prestito abusivo e non regolamentato, diventata pratica comune negli anni '20 negli Stati Uniti, era stato in gran parte responsabile del crollo borsistico. Pertanto, per ripristinare la fiducia dei risparmiatori nel mercato azionario e finanziario, si provvide ad una regolamentazione esaustiva attraverso l'“Investment Company Act”, il quale fu il primo atto legislativo che disciplinava le offerte pubbliche iniziali e le emissioni primarie di titoli e riguardava tutti i tipi di fondi. Allo stesso tempo, venne creato un organismo di vigilanza, la “Securities and Exchange Commission” (SEC), con lo scopo di prevenire le frodi sui titoli, contribuire alla creazione di nuovi capitali per le imprese e gli investimenti e garantire la corretta e ordinata transazione dei titoli¹⁵.

Dopo la seconda guerra mondiale, i fondi comuni di investimento raggiunsero tutti i paesi a libero mercato. Nella Germania occidentale, la prima società nacque a Monaco nel 1949. Diversamente dal sistema inglese, qui i fondi comuni furono affidati dalle leggi bancarie locali agli istituti di credito, soprattutto Banche Popolari e casse Rurali, che li collocarono come uno dei mezzi più consoni alla tutela del risparmio delle famiglie. In Francia, invece, l'iniziativa partì dal legislatore, che nel 1945 propose dei fondi di tipo closed-end. Successivamente, nel 1957, venne data la possibilità di costituire società di investimento a capitale variabile, le Sociétés d'Investissement à Capital Variable, le quali non ebbero un grandissimo sviluppo, sia per il maggior interesse dei francesi verso l'investimento immobiliare, sia per la lentezza del processo legislativo. Questo fino al 1978, anno in cui venne emanata la “Legge sul riordinamento del risparmio” che prevedeva, tra

¹⁵ U. De Ponti, *I fondi comuni di investimento con la nuova legge italiana*, Giuffrè, Milano, 1983.

l'altro, importanti sgravi fiscali per le famiglie che investivano in nuove azioni o quote di fondi comuni.

Anche gli altri stati europei provvidero a regolamentare l'attività dei fondi comuni con apposite leggi, come, ad esempio, l'Austria nel 1963 o la Spagna nel 1970, oppure collocando prodotti che utilizzavano il diritto delle società quotate nelle Borse olandesi o del Lussemburgo. Infatti, prima che venisse definita una specifica normativa in ogni Stato europeo, le banche e le compagnie di assicurazione che volevano offrire al pubblico i fondi comuni, dovevano costituire delle apposite società di gestione in Lussemburgo o in Olanda, paesi che già operavano in questo settore.

Nel resto del mondo, invece, due mercati rilevanti furono il Giappone e il Canada. In particolare, in Giappone nacquero istituti simili ai Fondi comuni di investimento prima della Grande Guerra, i “Shiutaku Keisas”, che ebbero un importante sviluppo anche grazie alla propensione al risparmio delle famiglie giapponesi¹⁶.

2.2 La storia del risparmio gestito in Italia

2.2.1 Dal dopoguerra alla politica del “laissez-faire” degli anni ‘60

Nonostante all'estero fossero già operanti da parecchio tempo, in Italia si iniziò a parlare di fondi comuni di investimento soltanto dopo il periodo della ricostruzione. Ma per lungo tempo il

¹⁶ U. De Ponti, *I fondi comuni di investimento con la nuova legge italiana*, Giuffrè, Milano, 1983.

legislatore non definì linee guida puntuali su questo tema e gli operatori economici iniziarono a commercializzare in Italia quote di fondi lussemburghesi.

Uno dei tentativi più rilevanti venne esperito nel 1960, quando il Banco Ambrosiano, la Hardy & Co. di Francoforte e la Hentsch & Cie di Ginevra, costituirono l'“Interitalia”, il primo fondo comune aperto di diritto lussemburghese specializzato nell'investimento in titoli azionari e obbligazionari italiani e destinato ad essere distribuito prevalentemente in Italia.

Il collocamento fu affidato all'istituto milanese, il quale svolgeva anche la funzione di depositario, mentre il fondo era gestito dalla “Compagnie pour l'Administration d'Investment Trust S.A.”¹⁷.

Tuttavia, nel 1963, a fronte dell'aumento dell'inflazione e del rapido deterioramento della bilancia commerciale, la Banca d'Italia adottò una politica monetaria restrittiva che contribuì a provocare un importante shock macroeconomico, a cui seguì l'avvio della crisi del mercato borsistico. Tale frenata dell'economia danneggiò una importante quantità di piccoli risparmiatori a causa della pressoché totale assenza di regole di funzionamento di questo mercato.

Pertanto, nel 1963 il governo italiano autorizzò l'acquisto di titoli azionari, titoli obbligazionari e quote di fondi comuni esteri, senza alcun vincolo sulla nazionalità degli emittenti delle attività in cui era investito il patrimonio dei fondi. Questo fu un importante segnale di apertura ai mercati internazionali per l'Italia in quanto, dal 1956, era in vigore una legge che vietava di “possedere

¹⁷ <https://www.assogestioni.it/articolo/fondi-comuni-tutto-ebbe-inizio-nel-1947>, consultato il 30 aprile 2020.

quote di partecipazione in società aventi sede fuori del territorio della Repubblica, nonché titoli azionari e obbligazionari emessi o pagabili all'estero”¹⁸.

2.2.2 I cambiamenti degli anni '70

Gli anni '70 furono un decennio di cambiamenti, in cui i risparmiatori iniziarono a sperimentare strade alternative ai titoli di Stato e ai beni rifugio, per entrare nell'epoca del risparmio gestito.

Nel 1971, il Presidente degli Stati Uniti Richard Nixon mise fine agli accordi di Bretton Woods, dichiarando l'inconvertibilità del dollaro in oro: tale decisione comportò la svalutazione della moneta statunitense e diede inizio alla fluttuazione dei cambi. Per tentare di arginare le conseguenti turbolenze dei mercati, in Europa venne creato il “serpente monetario”, un corridoio entro il quale le valute europee potevano fluttuare senza superare limiti, massimi o minimi, prefissati. Questo accordo comportò un aumento dei tassi di interesse europei, che, unito alla caduta di vincoli di investimento e alla svalutazione della lira (dovuta all'adozione del cosiddetto “doppio mercato della lira”, il quale prevedeva il rispetto delle regole europee per le transazioni commerciali e la libera fluttuazione per quelle finanziarie), portò i risparmiatori italiani detentori di capitali consistenti a trasferire il proprio denaro all'estero. Il fenomeno raggiunse livelli talmente elevati da essere definito una fuga di capitali e, nel giugno del 1973, si rese necessario porre restrizioni alla libertà valutaria: in particolare, venne impedito ai fondi comuni di acquistare azioni estere¹⁹.

¹⁸ U. De Ponti, *I fondi comuni di investimento con la nuova legge italiana*, Giuffrè, Milano, 1983.

¹⁹ A. Beltratti, R. Miraglia, *I fondi comuni di investimento, Il caso italiano*, Carocci, Roma, 2001.

Questa situazione ebbe una forte ricaduta sui mercati finanziari e ampliò la necessità di una regolamentazione esaustiva. In questo senso, un primo importante passo fu l'emanazione della legge 216/74 che ampliava la disciplina riguardante le società quotate e istituiva la Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), che è l'Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari²⁰.

Sul finire degli anni '70, insieme alla ripresa della Borsa, il mercato dei fondi comuni di investimento mostrò un relativo sviluppo e i pionieri della distribuzione di prodotti finanziari furono due società di distribuzione: Dival e Fideuram. In particolare, Dival fu la prima società di consulenza a capitale privato in Italia, la quale, nel 1970, iniziò a distribuire uno dei primi fondi lussemburghesi, il TreR, il cui nome deriva dall'alleanza tra due grandi nomi della finanza internazionale, Rothschild e Rockefeller, con la compagnia di assicurazioni Ras. Questo fondo riuscì a raccogliere grande consenso fra il pubblico dei risparmiatori e portò allo sviluppo di diversi piani di gestione che, per la prima volta, consentivano ai risparmiatori di crearsi portafogli diversificati con versamenti periodici di modesta entità.

Divenne sempre più evidente la necessità di ampliare gli strumenti legislativi con l'adozione di norme che favorissero lo sviluppo del mercato finanziario e delle imprese italiane, ma per avere delle risposte concrete occorre aspettare il decennio successivo.

²⁰ http://www.consob.it/documents/46180/46181/legge_1974_216.pdf/c60bedca-ab0b-4c1d-8a98-ab73bb1df250, consultato il 20 aprile 2020.

2.2.3 La nascita dei fondi di diritto italiano

Gli inizi degli anni '80 non furono positivi per la Borsa italiana. Lo scandalo della loggia Propaganda due (meglio conosciuta come P2), che nel gennaio del 1982 venne sciolta con un'apposita legge, causò la crisi del governo Forlani. Sempre nel 1982, il fallimento del Banco Ambrosiano scosse pesantemente i mercati e dopo che il fondo Europrogramme (rappresentato da certificati di diritto svizzero e, perciò, considerato l'esempio dei prodotti atipici presenti in Italia) entrò in crisi, molti attori del mercato atipico cercarono di tipicizzare i loro titoli trasformando i certificati di partecipazione in azioni di società quotate. Il listino ne risentì pesantemente e, di conseguenza, anche i fondi comuni di investimento subirono importanti perdite, le quali fecero emergere, ora più che mai, il bisogno di una regolamentazione²¹.

Fu così che il 23 marzo 1983 venne approvata la legge n.77, istitutiva dei fondi comuni di investimento di diritto italiano²².

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 sarà completamente superato solo dal Testo Unico della finanza, il quale entrerà in vigore il 1° luglio 1998.

All'inizio degli anni '80 l'Italia era il paese con il tasso di risparmio più elevato tra tutte le economie occidentali ma, paradossalmente, non aveva a disposizione una gamma di prodotti per investirlo.

²¹ U. De Ponti, *I fondi comuni di investimento con la nuova legge italiana*, Giuffrè, Milano, 1983.

²² A. Banfi, M. Biasin, M. Oriani, G. Ragetti, *Economia degli intermediari finanziari*, Isedi, Torino, 2014, p.350.

Dal 1983 la risposta del pubblico dei risparmiatori fu immediata: con la nascita dei fondi italiani la Borsa crebbe notevolmente, tanto che nel 1984 raggiunse il valore di 52 miliardi di lire, lo stesso che aveva nel 1965, in pieno boom economico. La crescita di quegli anni diede un impulso fondamentale allo sviluppo delle reti e all'uscita di scena dei prodotti atipici²³.

Il primo fondo di diritto italiano nacque nel giugno del 1984 e venne distribuito da Dival: "GestiRas", un fondo obbligazionario che in sei mesi raccolse 189 miliardi di lire.

Sempre nel 1984 nacque Assofondi, associazione nata dall'iniziativa delle prime società di gestione di fondi comuni di investimento, con lo scopo di catalogare i fondi di diritto italiano.

2.2.4 L'intervento della Comunità Europea alla fine degli anni '80

Nell'ottobre del 1987 le borse mondiali subirono un forte crollo che, naturalmente, coinvolse anche il listino milanese. I fondi comuni di investimento dovettero far fronte ad una importante battuta d'arresto: il patrimonio amministrato dalle società di gestione raggiunse, nel 1990, i minimi storici e le persistenti limitazioni all'investimento sui mercati esteri aggravarono il problema. Inoltre, il mercato dell'atipico era tutt'altro che debellato; di qui l'esigenza di creare una linea di demarcazione tra chi operava nel rispetto dei precetti legislativi e chi all'insegna della scorrettezza.

Un importante impulso agli investimenti mobiliari venne dalla direttiva Comunitaria n. 88/361/CEE del 1988, che impose ai paesi membri di eliminare le restrizioni ai movimenti di capitali effettuati

²³ www.assogestioni.it/dati-e-ricerche, consultato il 20 aprile 2020.

all'interno degli Stati appartenenti alla Comunità Economica Europea (CEE). Questa liberalizzazione valutaria aprì la strada per gli investimenti all'estero, permettendo ai gestori di investire sui mercati finanziari di tutto il mondo: i fondi si specializzarono e le possibilità di diversificazione si moltiplicarono. Di qui la necessità di una nuova riclassificazione dei fondi, che Assogestioni ha diviso in sette categorie: azionari italiani, azionari esteri, obbligazionari italiani, obbligazionari esteri, bilanciati italiani, bilanciati esteri e monetari; a questi si affiancano i fondi lussemburghesi²⁴.

Dagli anni '90 in poi il tema dei fondi comuni è stato oggetto di numerosi interventi legislativi da parte degli organismi dell'Unione Europea competenti.

²⁴ A. Beltratti, R. Miraglia, *I fondi comuni di investimento, Il caso italiano*, Carocci, Roma, 2001.

Capitolo 3 – L’evoluzione della normativa nel contesto europeo

3.1 Verso l’Unione monetaria

3.1.1 La nascita delle SIM

Gli anni '90 si aprono con importanti cambiamenti: innanzitutto, l’evoluzione dei mercati finanziari e quella, culturale, dei risparmiatori; il calo dei rendimenti dei titoli di Stato e l’affermarsi degli investimenti in azioni; la stipula del trattato di Maastricht e la nascita del progetto della moneta unica; l’avvento di Internet.

Il 2 gennaio 1991 viene emanata la legge n. 1, che regola tutte le attività degli intermediari in valori mobiliari e stabilisce che l’attività di sollecitazione del pubblico risparmio possa essere esercitata esclusivamente dalle banche e dalle Società di Intermediazione Mobiliare (Sim) espressamente autorizzate a svolgerla. Inoltre, le reti di vendita vengono sottoposte alla vigilanza della Banca d’Italia, per quanto concerne la stabilità delle società, e dalla Consob, che ha il compito di regolamentarne l’attività e di vigilare sulla loro trasparenza e correttezza²⁵. Viene, tra l’altro, prescritto alle Sim di premunirsi contro gli eventuali danni provocati ai clienti da parte di coloro che, a qualunque titolo, operano nell’interesse della società, tra i quali i promotori finanziari (oggi consulenti), professionisti abilitati all’attività di promozione dei prodotti finanziari e all’erogazione

²⁵ A. Banfi, M. Biasin, M. Oriani, G. Raggetti, *Economia degli intermediari finanziari*, Isedi, Torino, 2014, p. 170.

di servizi di investimento su mandato di una banca, una SIM o una SGR. A tal proposito, viene creato un Albo professionale²⁶.

L'adeguamento della legge italiana a quella europea introduce importanti novità per i fondi di investimento: dal 1992, infatti, vengono introdotte la possibilità di effettuare operazioni a premio e a termine (fino ad allora, tutte le operazioni di Borsa effettuate dai gestori dovevano avvenire per contanti) e la facoltà di investire in quote di Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OIVCM) purché rispettino le direttive comunitarie, entro il limite del 5% del patrimonio complessivo. La normativa, inoltre, permette per la prima volta anche alle imprese e alle società commerciali l'investimento in quote di fondi comuni (fino a quel momento consentito solamente agli investitori privati, alle compagnie di assicurazione e alle imprese non commerciali).

Un'altra importante novità introdotta nel 1992 è la possibilità di collocare in Italia, attraverso intermediari italiani, le Società di Investimento a Capitale Variabile (Sicav) estere, cioè prodotti gestiti da società con sede nei paesi comunitari e con caratteristiche conformi alle direttive Cee.

3.1.2 Il trattato di Maastricht

Il 7 febbraio 1992 è una data fondamentale per l'Europa: viene, infatti, firmato dai dodici membri della Cee il Trattato sull'Unione Europea (o Trattato di Maastricht), con il quale vengono definiti i

²⁶ www.organismocf.it, consultato il 2 maggio 2020.

pilastri su cui fondare l'Unione²⁷. Il Trattato prevede un processo di transizione composto da tre fasi: la prima, che si conclude il 31 dicembre 1993, introduce la libera circolazione dei capitali tra gli Stati membri; la seconda, la cui conclusione è prevista il 31 dicembre 1998, stabilisce il rafforzamento della cooperazione fra le banche centrali e l'allineamento delle politiche economiche dei Paesi firmatari; l'ultima fase, che parte dal 1° gennaio 1999, prevede l'introduzione dell'euro come moneta unica e l'attuazione di una politica monetaria condivisa, di competenza della Banca Centrale Europea (BCE).

Inoltre, vengono stabiliti cinque parametri di convergenza, cioè i criteri da rispettare per entrare nell'Unione economica e monetaria:

- il debito pubblico non deve superare il 60% del Prodotto Interno Lordo;
- il disavanzo pubblico non può sfiorare il 3% del PIL;
- l'inflazione deve essere inferiore all'1,5% della media dei migliori tre stati membri;
- la moneta nazionale deve fluttuare all'interno dei margini previsti dagli Accordi Europei di Cambio (AEC)²⁸;
- occorre rispettare i limiti di fluttuazione stabiliti dallo SME per almeno due anni²⁹.

Fino alla primavera del 1992 gli operatori avevano la convinzione che l'impegno dei paesi europei a realizzare un'Unione economica e monetaria avrebbe portato gli Stati divergenti ad attuare le

²⁷ <https://www.europarl.europa.eu/about-parliament/it/in-the-past/the-parliament-and-the-treaties/maastricht-treaty>, 2 maggio 2020.

²⁸ Gli accordi Europei di Cambio (AEC) sono stati stipulati nel 1979, tra i paesi appartenenti al Sistema Monetario Europeo (SME). Il loro fine era la riduzione della variabilità del tasso di cambio tra le valute dell'Unione europea.

²⁹ https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/25_years_maastricht.it.html, 2 maggio 2020.

necessarie misure correttive. Le aspettative di convergenza tra le economie e di stabilità dei cambi avevano alimentato l'afflusso di capitali internazionali verso i paesi aderenti all'AEC.

Ma il persistere degli squilibri tra i paesi membri e le difficoltà nel processo di unificazione economica e monetaria europea portano, nell'estate dello stesso anno, ad una crisi.

Infatti, a seguito dell'esito negativo del referendum danese per la ratifica del trattato di Maastricht, si verifica un repentino mutamento delle politiche europee: l'unione monetaria non è più considerata una certezza e questo determina pressioni sulle valute più deboli.

Al contempo, il deprezzamento del dollaro e la variabilità delle valute nordiche, le quali abbandoneranno il loro legame con l'European Currenty Unit (ECU, la moneta scritturale introdotta dal Consiglio europeo nel 1978), contribuiscono ad alimentare l'instabilità del Sistema Monetario Europeo (SME)³⁰.

Queste tensioni hanno interessato anche e soprattutto la lira italiana, che già da inizio anno aveva visto ridurre l'impulso creato dall'ingresso nello Sme (anche a causa dell'adozione della "banda stretta" di oscillazione del 2,5% invece del 6%, come previsto inizialmente per il nostro paese). La Banca d'Italia tenta di contrastarle attraverso la flessibilità permessa dallo SME e la restrizione

³⁰ Dalla fine degli anni '80 fino ai primi anni '90, i Paesi europei aderenti al Sistema Monetario Europeo (SME) hanno potuto godere di una certa stabilità a livello monetario. Questa intesa, firmata nel 1979, è fondata sugli Accordi Europei di Cambio (AEC), i quali prevedono che i cambi dei paesi aderenti oscillino entro dei limiti stabiliti allo scopo di creare un'area relativamente stabile a livello monetario.

della liquidità bancaria, ma il 16 settembre il governo italiano delibera la svalutazione della lira, seguita alla sospensione degli accordi europei di cambio³¹.

Il 1° gennaio 1993 entra in vigore il Mercato unico europeo, un progetto già prefigurato nel Trattato costitutivo della Comunità. L'obiettivo era stato fissato dall'Atto unico europeo del 1987, con cui gli Stati membri della Comunità si erano impegnati formalmente a realizzare entro il 1992 uno spazio senza frontiere interne, nel quale fosse assicurata la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali. Sono rimosse, inoltre, tutte le restrizioni alla circolazione delle merci, dei capitali e dei servizi bancari³².

3.1.3 I tagli alla spesa pubblica

La politica adottata dai governi europei per rientrare nei parametri di Maastricht comporta, tra l'altro, la riduzione del debito pubblico e il calo dei tassi di interesse: processo particolarmente marcato nel nostro Paese, in cui i tassi erano più alti che altrove. Questa nuova situazione spinge i risparmiatori alla ricerca di strumenti di investimento diversi, in particolare azionari, tanto che, nel primo trimestre del 1995, la percentuale delle azioni nei portafogli delle famiglie italiane supera, per la prima volta, quella dei titoli obbligazionari.

La necessità di tagli alla spesa pubblica ha portato a due importanti riforme del sistema pensionistico italiano.

³¹ R. Dornbusch, S. Fischer, R. Startz, G. Canullo, P. Pettenati, *Macroeconomia*, McGraw-Hill, Milano, 2014, p.316.

³² www.ecb.europa.eu, consultato il 4 maggio 2020.

La prima, la riforma Amato del 1992, ha innalzato l'età pensionabile, portandola da 60 a 65 anni per gli uomini e da 55 a 60 per le donne. Inoltre, con il d. lgs. n. 124 del 1993, viene introdotta la prima disciplina riguardante la previdenza complementare e i fondi pensione, volta a compensare le diminuzioni di tutela causate dalla riforma³³.

La seconda, la riforma Dini del 1995, introduce il metodo di calcolo contributivo, che considera i contributi versati dal lavoratore, accanto al preesistente metodo retributivo, basato, invece, sulla retribuzione media degli ultimi anni di attività lavorativa³⁴.

Cresce, quindi, la preoccupazione degli italiani per la loro situazione previdenziale, tra le riforme pensionistiche e l'introduzione di nuovi strumenti finanziari, i fondi pensione: chiusi, riservati cioè a particolari tipologie di lavoratori, e aperti, collocati solo a partire dal 1998, ai quali possono aderire tutti liberamente (a cominciare dagli autonomi e dai liberi professionisti, esclusi dai fondi chiusi).

3.1.4 Il Testo Unico della Finanza

Il 1° luglio 1998 entra in vigore il Testo Unico della Finanza (TUF), su impulso della legge comunitaria n. 52/1996, la quale delegava i governi degli stati dell'Unione ad emanare un Testo unico che unisse in un corpus organico tutte le leggi che regolavano i mercati finanziari.

³³ U. Ascoli, *Il welfare in Italia*, il Mulino, Bologna, 2011, p.62.

³⁴ U. Ascoli, *Il welfare in Italia*, il Mulino, Bologna, 2011, p.63.

L'emanazione viene guidata da una commissione presieduta da Mario Draghi, Direttore generale del Tesoro³⁵.

Il Tuf disegna una nuova entità: la Società di Gestione del Risparmio (SGR), soggetto deputato alla gestione per conto terzi di portafogli mobiliari e immobiliari. Questa novità implica una ridefinizione dell'organigramma interno dei gruppi bancari e finanziari, i quali attribuiscono alle loro Sgr tutti i compiti di asset management: gestione e promozione dei fondi comuni, fondi pensione, gestioni individuali per privati e istituzioni e gestioni su mandato³⁶.

Nel maggio del 1998 il patrimonio dei fondi sale a 615 mila miliardi, anche grazie alla scia del record di Piazza Affari, che guadagna il 21% fra gennaio e febbraio e il 23% nel solo mese di marzo. L'investimento in quote dei fondi comuni di diritto italiano sale dal 2% delle attività finanziarie delle famiglie a inizio decennio al 18,5% alla fine del 1999. La crescita non riguarda solo i fondi: la quota di risparmio gestita complessivamente da intermediari passa dal 25,9% del 1997 al 42,8% nel 1999³⁷.

3.2 La moneta unica europea

In Europa il 1999 è l'anno dell'esordio dell'euro come unità monetaria per operazioni finanziarie. Si rende necessaria una nuova classificazione delle categorie dei fondi comuni, con una distinzione

³⁵ <http://www.consob.it/web/area-pubblica/tuf-e-regolamenti-consob>, 4 maggio 2020.

³⁶ A. Banfi, M. Biasin, M. Oriani, G. Raggetti, *Economia degli intermediari finanziari*, Isedi, Torino, 2014, p. 140.

³⁷ <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2001>, 4 maggio 2020.

di base tra fondi specializzati e fondi che offrono un servizio di asset-allocation. Nascono i fondi flessibili, che non vincolano il gestore ad una forma di investimento predefinita; fra gli azionari, quelli che investono negli 11 paesi che aderiscono alla moneta unica sono distinti da quelli genericamente europei; fra gli obbligazionari nascono le categorie Area euro a breve, medio-lungo termine e Area europea³⁸. L'eliminazione del rischio di cambio grazie all'euro, almeno in una parte rilevante del mercato, fa decollare l'attività dei fondi sull'estero: nei soli 12 mesi del 1999 crescono di 59 mila miliardi, quasi il doppio del 1998. Il Ministero del Tesoro e la Banca d'Italia ampliano in modo significativo la gamma di fondi comuni che possono essere utilizzati: viene introdotto il tipo non armonizzato, che prevede limiti più ampi agli investimenti; si possono costituire fondi di fondi, che investono in strumenti derivati o in depositi bancari; vengono creati fondi legati ad indici di mercato. I fondi riservati e i fondi speculativi possono perseguire politiche di investimento più aggressive, non essendo vincolati ai limiti di contenimento e frazionamento del rischio stabiliti in via generale. Nel 1999 vengono aperti anche i primi fondi immobiliari di diritto italiano³⁹.

3.3 Il nuovo millennio

Alla fine degli anni '90 gli investimenti delle famiglie italiane si sono diretti soprattutto verso prodotti alternativi ai titoli di Stato (i cui rendimenti si stavano riducendo a causa del processo di convergenza monetaria dei paesi dell'Unione), soprattutto fondi comuni: inizialmente verso quelli

³⁸ www.assogestioni.it/dati-e-ricerche, consultato il 4 maggio 2020.

³⁹ www.assogestioni.it/dati-e-ricerche, consultato il 4 maggio 2020.

monetari e obbligazionari, poi parzialmente sostituiti con fondi azionari, grazie all'andamento positivo dei mercati.

Nei primi anni 2000, la struttura della ricchezza delle famiglie italiane si è, quindi, avvicinata a quella dei principali paesi europei, anche se non dal punto di vista del risparmio previdenziale. Ma la crisi dei mercati del 2000-2001 ha cambiato le esigenze dei risparmiatori, portandoli ad interessarsi di strumenti meno rischiosi, quali prodotti assicurativi e obbligazionari.

Nel comparto dei fondi, è evidente la tendenza a spostare i capitali gestiti dai fondi di diritto italiano a quelli esteri. Dal 2000 al 2007 il patrimonio dei fondi comuni italiani e dei fondi esteri riconducibili a intermediari italiani è sceso del 4%. Si è invece registrata una controtendenza nei fondi italiani non armonizzati, in particolare, i fondi speculativi e i fondi immobiliari, che comunque costituiscono una quota minima del mercato⁴⁰.

⁴⁰ https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/rapp_risparmio_gestito, consultato il 4 maggio 2020.

**Patrimonio netto dei fondi comuni
commercializzati in Italia**

(dati di fine periodo; miliardi di euro e valori percentuali)

Fondi comuni	1999	2007	var. %
Di diritto italiano	475	322	-32
di cui: armonizzati	475	273	-43
speculativi	-	29	
Di diritto estero riconducibili a intermediari italiani (1)	66	198	200
Totale fondi italiani e fondi esteri di intermediari italiani	541	520	-4
Altri di diritto estero	-	115	
Totale	541	635	17

Quote di mercato in Europa (2)

Di diritto italiano	12	4
Di intermediari italiani	14	7
Commercializzati in Italia	14	8

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Assogestioni e EFAMA. (1) Il dato per il 1999 si riferisce al gennaio 2000. - (2) Per il 2007, dati relativi a 25 paesi (20 paesi per il dato del 1999).

**Fondi comuni non armonizzati:
dimensioni del mercato (1)**

(patrimonio netto nel settembre 2007, in miliardi di euro)

Fondi comuni	Italia	Francia	Germania	Spagna	Regno Unito	Lussemburgo	Irlanda
alternativi	28	45	1	1	0	8	28
immobiliari	17	18	84	9	22	7	17
altri (1)	9	69	696	0	130	204	9
totale	64	132	781	9	162	219	64

Fonte: elaborazioni su dati EFAMA e Aif. (1) Fondi comuni riservati a Investitori Istituzionali e altre tipologie di fondi.

3.3.1 La crisi finanziaria del 2008

I primi anni 2000 sono ricordati come un periodo particolarmente favorevole per i mercati finanziari internazionali: la crescita del prodotto mondiale elevata e stabile, guidata dai paesi emergenti, e al contempo bassa inflazione; il rapido sviluppo della finanza, con bassi tassi d'interesse e abbondante

liquidità; la crescente disponibilità di credito per investimenti in attività reali e finanziarie; la relativamente bassa volatilità dei titoli con conseguente riduzione del rischio percepito.

Ma nell'estate del 2007 nei mercati cresce la consapevolezza che l'aumento delle insolvenze dei mutui ipotecari concessi negli Stati Uniti provocherà un deprezzamento delle attività finanziarie legate al credito fondiario. La bolla speculativa dei mutui sub-prime (ovvero, concessi a soggetti ad alto rischio) scoppia, provocando una crisi finanziaria a livello mondiale senza precedenti, che causa una drastica e improvvisa riduzione dei prezzi dei prodotti finanziari, il venir meno della fiducia tra gli investitori e il blocco della distribuzione di credito⁴¹. Questa situazione, già critica, si aggrava il 15 settembre 2008, giorno in cui viene dichiarato il fallimento di una delle più importanti banche d'investimento statunitensi, Lehman Brothers. Il dissesto di questo istituto, fino ad allora considerato troppo grande per fallire (too big to fail)⁴², provoca una crisi finanziaria mondiale, che ben presto si trasferisce all'economia reale: prima negli Stati Uniti, poi nelle economie dei paesi più industrializzati, infine a livello globale.

Nel 2009, per la prima volta dal dopoguerra, si verifica una riduzione del prodotto mondiale e una caduta della produzione industriale e dei volumi del commercio. Le perdite dovute al crollo dei mercati azionari e alla diminuzione dei prezzi degli immobili si misurano in decine di migliaia di miliardi. La conseguenza sugli investimenti è una radicale ricomposizione dei portafogli degli investitori con attività ritenute più sicure, come i titoli di Stato e i beni rifugio, causando un

⁴¹ R. Dornbusch, S. Fischer, R. Startz, G. Canullo, P. Pettenati, *Macroeconomia*, McGraw-Hill, Milano, 2014, p.333.

⁴² A. Banfi, M. Biasin, M. Oriani, G. Raggetti, *Economia degli intermediari finanziari*, Isedi, Torino, 2014, p. 222.

repentino calo dei premi per il rischio delle obbligazioni e una riduzione dei rendimenti dei titoli pubblici.

In Italia i premi per il rischio sulle obbligazioni private e sui titoli di Stato e la loro volatilità aumentano considerevolmente. Nel 2008 le emissioni di titoli pubblici italiani sono più che raddoppiate, riflesso dell'aumento del fabbisogno complessivo legato al deterioramento della congiuntura economica. Le quotazioni azionarie hanno registrato un importante decremento nei primi 8 mesi dell'anno, che si è decisamente accentuato dalla metà di settembre in seguito dell'aggravarsi della crisi finanziaria. L'indice generale italiano, il FTSE-Mib, è diminuito del 49% in un anno⁴³.

Il settore del risparmio gestito registra un deflusso netto di 137 miliardi di euro, contro i 75 del 2007, investendo tutti i principali comparti: i fondi comuni, i fondi pensione, le polizze vita e le gestioni patrimoniali.

Le famiglie italiane rivedono ampiamente la composizione dei loro portafogli, spostando le loro preferenze verso titoli emessi dal settore bancario o nei depositi. Il deflusso di capitali dai fondi comuni aperti, in atto da diversi anni, si accentua (passando da 51 a 80 miliardi) ed interessa non solo i fondi di diritto italiano, ma anche quelli esteri gestiti da intermediari italiani.

Alla fine del 2008 il patrimonio investito in questi strumenti finanziari è in calo del 30% rispetto all'anno precedente. La riduzione è stata più significativa per i fondi azionari (-57%) e per quelli speculativi (-45%); al contrario, il patrimonio netto dei fondi chiusi immobiliari è cresciuto del

14%. Il peso delle quote dei fondi comuni nei portafogli è sceso sensibilmente, dal 36,8 al 25,3 per cento, a vantaggio di quello dei titoli obbligazionari, salito dal 51,3 al 62,5 per cento. È rimasta invece pressoché invariata la quota di azioni, al 12,0 per cento.

Inoltre, questi strumenti di investimento hanno subito la concorrenza di altri prodotti finanziari, gli Exchange Traded Funds (ETF), che hanno costi di gestione inferiori e il cui mercato ha continuato a crescere nonostante la crisi⁴⁴.

⁴³ R. Dornbusch, S. Fisher, R. Startz, G. Canullo, P. Pettenati, *Macroeconomia*, McGraw-Hill, Milano, 2014, p. 333.

⁴⁴ <http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/2008-07-banca-d-italia-fondi-comuni-italiani-situazione-attuale-e-possibili-linee-di-intervento>, 4 maggio 2020.

Fondi comuni: struttura del mercato (1) (numero di unità e milioni di euro)						
VOCI	Numero (2)		Patrimonio netto		Raccolta netta (3)	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Fondi aperti armonizzati	802	655	260.263	179.387	-51.664	-65.337
Azionari	309	232	50.427	21.938	-16.888	-12.031
Bilanciati	59	74	23.890	14.579	-7.308	-8.097
Obbligazionari	281	202	92.157	71.976	-29.260	-26.955
Monetari	37	35	71.068	56.978	2.128	-10.966
Flessibili	116	112	22.722	13.915	-336	-7.288
Fondi aperti non armonizzati	447	411	63.558	35.019	-1.314	-18.186
Fondi aperti speculativi	242	249	30.393	16.638	5.354	-6.335
di cui: <i>fondi di fondi</i>	220	217	28.392	15.081	4.837	-4.179
Altri tipi di fondi aperti	205	162	33.165	18.381	-6.668	-11.851
di cui: <i>fondi di fondi</i>	115	87	12.570	6.000	-5.392	-6.247
Totale fondi aperti	1.249	1.066	323.821	214.406	-52.978	-83.523
Fondi chiusi mobiliari (4)	98	116	3.973	4.894	296	11
di cui: <i>riservati</i>	86	100	3.478	4.598	547	158
Fondi chiusi immobiliari	172	229	21.496	24.466	2.145	3.538
di cui: <i>riservati</i>	143	201	13.961	17.474	1.974	3.727
Totale fondi chiusi	270	345	25.469	29.360	2.441	3.549
Totale	1.519	1.411	349.290	243.766	-50.537	-79.974
<i>Per memoria:</i>						
Fondi esteri istituiti da intermediari italiani (5)	784	785	200.947	139.690	-2.888	-33.861
di cui: <i>speculativi</i>	28	28	7.143	4.862	685	-814

Fonte: Banca d'Italia e Assogestioni.
(1) Sono incluse le Sicav. – (2) Per i fondi italiani, fondi operativi alla fine dell'anno indicato. Per i fondi esteri, fondi acquistati da investitori italiani. – (3) Con riferimento ai fondi chiusi, la raccolta netta è calcolata come differenza tra gli impegni di sottoscrizione raccolti e gli eventuali rimborsi effettuati dalle SGR, risultanti dalle segnalazioni di vigilanza. – (4) Sono inclusi sette fondi *side pockets*. – (5) Fondi comuni di società di gestione insediate in Lussemburgo o in Irlanda. Il patrimonio e la raccolta netta fanno riferimento al controvalore delle quote detenute e sottoscritte, rispettivamente, da investitori italiani ed esteri. I dati sulla raccolta sono al netto dei rimborsi.

In aggiunta, le difficoltà del settore dei fondi di diritto italiano ha origini strutturali e regolamentari: la distribuzione sostanzialmente incentrata su banche e intermediari controllati da gruppi bancari; le

asimmetrie nella regolamentazione⁴⁵ rispetto ad altri prodotti finanziari; un regime di tassazione meno favorevole rispetto a quello dei fondi esteri.

3.3.2 La crisi del debito sovrano

Per trovare dati di raccolta simili a quelli dei primi anni 2000 si dovrà attendere il 2013.

Infatti, nel 2010 in Italia e in vari altri paesi europei (tra cui Grecia e Spagna), scoppia la crisi del debito sovrano, che interrompe la ripresa economica, già incerta. Al drastico aumento dei differenziali tra i rendimenti dei titoli di Stato italiano e i Bund tedeschi, si aggiunge una serie di manovre di contenimento della spesa (la cosiddetta austerità) che provoca un rallentamento della crescita, arrivando a creare una vera e propria recessione⁴⁶.

L'Unione Europea interviene, in momenti diversi, tramite il Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF), fornendo prestiti, ricapitalizzando banche e comprando titoli degli Stati in difficoltà. Queste manovre non sono risolutive, ma determinano solo una temporanea attenuazione delle tensioni sul debito sovrano europeo.

Nel 2013 la raccolta netta in fondi comuni ha una ripresa e supera i 45 miliardi di euro, come nel 2000, ma in un contesto completamente nuovo. La ricchezza finanziaria delle famiglie, anche se

⁴⁵ Le asimmetrie regolamentari in materia di trasparenza tra i fondi comuni e altri prodotti finanziari sono state sostanzialmente eliminate dalla Comunicazione Consob del 2 marzo 2009, n. 9019104. Questa, nell'ambito della normativa di recepimento della direttiva MiFID, stabilisce le linee di condotta che gli intermediari devono seguire nel collocamento di prodotti con un basso grado di liquidità al fine di fornire al cliente informazioni corrette sul valore di acquisto e di vendita del prodotto distribuito e sui costi sopportati dal sottoscrittore.

⁴⁶ R. Dornbusch, S. Fischer, R. Startz, G. Canullo, P. Pettenati, *Macroeconomia*, McGraw-Hill, Milano, 2014, p.335.

elevata in rapporto al reddito disponibile rispetto alle economie sviluppate, si è ridotta del 7% in termini reali dal 2000 al 2012 e il reddito disponibile ha avuto una contrazione del 2,5%⁴⁷.

I possessori di fondi comuni sono decisamente diminuiti: dai 9 milioni di individui nel 2000 (cioè il 17% delle attività finanziarie delle famiglie) ai circa 5 milioni nel 2013 (pari all'8%)⁴⁸.

Il protrarsi della recessione spinge la Banca Centrale Europea (BCE) ad adottare ulteriori misure di politica monetaria, in particolare il Quantitative Easing, una manovra che prevede l'acquisto, da parte della Banca Centrale, di titoli di Stato o altri titoli obbligazionari in cambio di moneta immessa nel mercato interbancario. Nel 2015, la BCE lancia un piano di acquisto per 60 miliardi di euro al mese, diventati 80 da marzo 2016. Nel 2017 il piano di acquisto viene di nuovo riportato a 60 miliardi, per poi essere dimezzato nel 2018, fino ad arrivare all'immissione di 20 miliardi nel novembre del 2019⁴⁹.

In questo contesto economico, si assiste ad un aumento della raccolta dei fondi comuni, che nel 2015 arriva a 6,4 miliardi di euro, corrispondente ad una partecipazione del 10,5% degli investitori.

Alla fine del 2018, la percentuale dei sottoscrittori è pari al 12%, grazie al successo dei Piani Individuali di Risparmio (fondi PIR) dedicati ai piccoli investitori, a cui ha aderito più di un milione di risparmiatori⁵⁰.

⁴⁷ www.assogestioni.it/dati-e-ricerche, consultato il 5 maggio 2020.

⁴⁸ <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano>, 5 maggio 2020.

⁴⁹ P. Alessandrini, *Economia e politica della moneta*, il Mulino, Bologna, 2015, p.358.

⁵⁰ www.acomea.it/media/filer_public/qdr/2016-i-sottoscrittori-di-fondi-comuni-italiani, 5 maggio 2020.

3.4 I sottoscrittori dei fondi comuni oggi

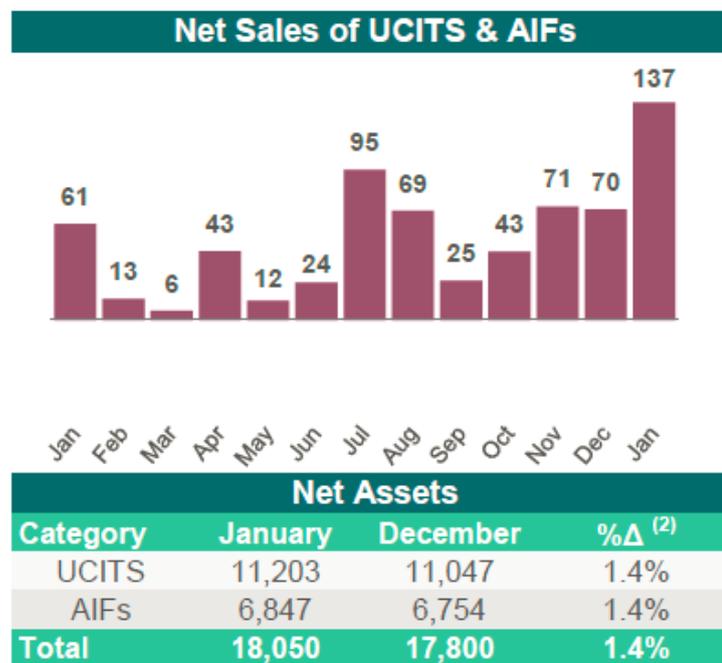
Tra gli effetti della crisi finanziaria del 2008 e della recessione susseguita alla crisi del debito sovrano, è evidente la redistribuzione della ricchezza, con una concentrazione di circa la metà del patrimonio complessivo nel 10% dei sottoscrittori⁵¹.

Si assiste, inoltre, ad un lento ma costante calo della proporzione dei sottoscrittori uomini rispetto alle donne. Al contempo, si alza l'età media dei sottoscrittori, che nello stesso periodo passa da 59 a 60 anni: diminuisce la quota di sottoscrittori di età compresa tra i 26 e i 35 anni e aumenta quella degli investitori con più di 75 anni (passando dal 9% dei primi anni 2000, al 19% nel 2018). A livello geografico, la distribuzione dei sottoscrittori nelle macro-aree del Paese appare stabile: il 65% degli investitori risiede al Nord, il 18% nel Centro e il restante 17% nel Sud e nelle Isole; i livelli di partecipazione più alti si registrano in Emilia-Romagna, Lombardia e Piemonte. Considerando la composizione dei portafogli e le scelte allocative dei risparmiatori, nel corso del tempo è diminuita l'incidenza degli investimenti nel comparto azionario e nei fondi bilanciati, a favore dei fondi flessibili, che rappresentano la scelta principale (36% delle sottoscrizioni), superando per la prima volta, nel 2018, i fondi obbligazionari⁵².

⁵¹ <https://bancadaticsa.inail.it/bancadaticsa/bancastatistica.asp?cod=2>, 5 maggio 2020.

⁵² https://associati.assogestioni.it/datiericerche/ricerche/sottoscrittori/PrivateDocuments/qdr_2_2019_agg_2018, 5 maggio 2020.

doppio rispetto ai 70 miliardi raccolti a dicembre 2019. Di questi, 108 miliardi riguardano i fondi armonizzati (UCITS), 29 miliardi, invece, i fondi alternativi (AIFs). Le masse gestite salgono dell'1,4%, toccando i 18 miliardi di euro⁵³.



⁵³ <http://www.efama.org/SitePages/homepublications.aspx>, 5 maggio 2020.

Conclusioni

Con il presente lavoro si intende descrivere le origini dei fondi comuni di investimento e le motivazioni storiche ed economiche che hanno portato al loro repentino sviluppo nel corso del Novecento. In particolare, si focalizza l'attenzione sull'approdo di questi strumenti nel nostro Paese, collocati prima attraverso società con sede all'estero e, dal 1983, utilizzando la disciplina italiana. Gli anni '90 sono stati teatro di sensibili cambiamenti di questa materia: si aprono con l'introduzione delle Società di Intermediazione mobiliare, le uniche istituzioni abilitate al sollecitamento del pubblico risparmio e al collocamento dei fondi comuni; nel 1992 viene firmato a Maastricht il Trattato istitutivo dell'Unione europea, al quale seguirà l'adeguamento della normativa italiana a quella comunitaria per la creazione di un mercato unico europeo; nel 1998 viene emanato il Testo Unico della Finanza, che prevede delle nuove entità atte a gestire i fondi comuni, le Società di Gestione del Risparmio. Il repentino adeguamento della normativa rispecchia una vera e propria necessità derivante dal grande sviluppo che hanno avuto questi strumenti di investimento in questo periodo.

Gli anni 2000 rappresentano una battuta d'arresto per i fondi comuni: si aprono, infatti, con una crisi dei mercati che porta le famiglie italiane a spostare l'attenzione sulle obbligazioni. La crisi finanziaria mondiale del 2008 peggiora la situazione e i risparmiatori impiegano i loro capitali in titoli di Stato o in beni rifugio. Questa tendenza verrà bruscamente invertita dalla successiva crisi del debito sovrano del 2011, che ha colpito alcuni Paesi europei, tra cui l'Italia, comportando un nuovo aumento della raccolta dei fondi comuni.

Oggi la partecipazione a questi investimenti continua a crescere, soprattutto grazie alla sempre più variegata scelta messa a disposizione dei risparmiatori e anche all'aumentata capacità critica e alla maggiore conoscenza finanziaria degli stessi.

Riferimenti bibliografici

P. Alessandrini, *Economia e politica della moneta*, il Mulino, Bologna, 2015.

F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2017.

U. Ascoli, *Il welfare in Italia*, il Mulino, Bologna, 2011.

A. Banfi, M. Biasin, M. Oriani, G. Raggetti, *Economia degli intermediari finanziari*, Isedi, Torino, 2014.

A. Beltratti, R. Miraglia, *I fondi comuni di investimento, Il caso italiano*, Carocci, Roma, 2001.

U. De Ponti, *I fondi comuni di investimento con la nuova legge italiana*, Giuffrè, Milano, 1983.

R. Dornbusch, S. Fischer, R. Startz, G. Canullo, P. Pettenati, *Macroeconomia*, McGraw-Hill, Milano, 2014.

Assogestioni: www.assogestioni.it

Banca d'Italia: www.bancaditalia.it

Consob: www.consob.it

Unione Europea: www.europa.eu

Ringraziamenti

Ringrazio sentitamente il Professor Giulianelli, che con grande professionalità e disponibilità ha seguito la stesura di questo lavoro.

Grazie a mio padre, la mia guida e il mio punto fermo.

Grazie a mio fratello, la mia spalla e il mio esempio.

Grazie a Clorinda per la sua presenza costante.

Grazie alla famiglia che da più di dieci anni occupa un posto speciale nel mio cuore.

Grazie agli amici di sempre a quelli incontrati lungo questo percorso: avervi al mio fianco è la più grande fortuna.

Grazie, soprattutto, alla persona che mi manca di più. Sei e sarai sempre con me.