

Dipartimento di Impresa & Management

Cattedra di Diritto dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

I SOGGETTI DELLA GESTIONE COLLETTIVA DEL
RISPARMIO NELLA PROSPETTIVA DELLA DIRETTIVA AIFM

Relatore:

Chiar.ma Prof.ssa Mirella Pellegrini

Candidato:

Celeste Puglielli

Matricola 650401

Correlatore:

Chiar.mo Prof. Fabio Marchetti

I SOGGETTI DELLA GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO NELLA PROSPETTIVA DELLA DIRETTIVA AIFM

CAPITOLO 1

LE DINAMICHE DEL RISPARMIO GESTITO

- 1.1** Il risparmio gestito nel sistema finanziario. Dalla tutela del risparmio bancario alla riforma della gestione collettiva del risparmio
- 1.2** Il fenomeno del risparmio gestito: dinamiche e dimensioni
- 1.3** Segue: questioni aperte e profili di criticità
- 1.4** Prociclicità del settore e impatto della crisi finanziaria: ostacoli ed opportunità
- 1.5** Linee di intervento per un nuovo impulso nell'ambito del risparmio gestito

CAPITOLO 2

I GESTORI DEL RISPARMIO

SEZIONE I: I gestori collettivi del risparmio

- 2.1** Le società di gestione del risparmio (SGR)
- 2.2** Le società di investimento a capitale variabile (SICAV)

SEZIONE II: I gestori residuali del risparmio

2.3 La previdenza complementare: i fondi pensione

2.4 I fondi sanitari integrativi

CAPITOLO 3

LA DIRETTIVA 2011/61/UE (“AIFMD”) SUI GESTORI DEI FONDI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI

3.1 La ridefinizione del mercato dei fondi di investimento alternativi: ragioni e finalità

3.2 Le principali novità introdotte dalla disciplina comunitaria

3.3 Le misure di esecuzione della “AIFMD”:

il Regolamento delegato UE n. 231/2013 e le indicazioni di terzo livello dell’ESMA

3.4 Segue: l’impatto sul mercato finanziario italiano

RIFLESSIONI E PROSPETTIVE EVOLUTIVE

BIBLIOGRAFIA

CAPITOLO 1

LE DINAMICHE DEL RISPARMIO GESTITO

Dai tempi dell'economia naturale e dell'uomo primitivo ai nostri giorni il risparmio influenza la vita quotidiana degli individui: *l'impiego del risparmio è un affare serio, su cui occorre meditare, prima di decidervisi, su cui occorre continuare a riflettere, dopo essercisi decisi...non esiste tranquillità in materia d'impiego.(...) Nulla di bene sarà capace di operare colui il quale parte dall'idea dell'impiego tranquillo, sicuro, definitivo.*¹ L'evoluzione socio-economica del Paese ha fatto in modo che, con lo scorrere degli anni, alla tradizionale funzione passiva del risparmio, considerato in questo caso come forma di sussistenza e accumulazione finalizzata al consumo, si accompagnasse quella attiva, connessa all'investimento fruttifero e alla produzione di nuova ricchezza.

Nell'ambito dello sviluppo economico-sociale italiano, la Carta Costituzionale, pubblicata nel 1947 ed entrata in vigore l'anno successivo, segna un passaggio fondamentale per la disciplina del risparmio.

In particolare, con l'art. 47 della Costituzione, ad essere tutelato ed incoraggiato non è più solamente il risparmio bancario, ossia quello intermediato dalle entità bancarie, ma il risparmio *sensu lato* inteso, "in tutte le sue forme". Nasce così la copertura costituzionale del risparmio gestito.

Ma un'intensa evoluzione del risparmio gestito, a discapito di quello tradizionale amministrato, come principale modalità di impiego della ricchezza delle famiglie si è registrata a partire dagli anni Ottanta e Novanta. In tale prospettiva ha assunto cruciale importanza l'emanazione del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (D.Lgs. 24 febbraio 1998, n.58), con cui si è avuta una vera e propria riforma della gestione collettiva del risparmio, oramai riservata alle società di gestione del risparmio e alle Sicav.

Nonostante si presenti come componente fondamentale del mercato finanziario nazionale e comunitario, risulta complesso individuare una definizione univoca e definita di risparmio gestito. Con il termine di "asset management" si fa riferimento a *segmenti fra loro diversi*:² si passa dall'attività di gestione collettiva, ossia dalla prestazione delle attività di promozione, istituzione e organizzazione di un fondo comune di investimento e di gestione professionale del patrimonio di un Organismo d'Investimento Collettivo del Risparmio, in cui la quota di ogni risparmiatore confluisce in un patrimonio unico, alla gestione individuale di banche ed intermediari mobiliari. Ancora: prodotti assicurativi a capitalizzazione e fondi pensione.

Sotto un profilo generale, è bene soffermarsi sulla funzione economica e sui fattori che hanno concorso all'evoluzione del risparmio gestito: tra questi vale la pena di menzionare l'entrata dell'euro nel 1999, l'avvio di una politica monetaria unica guidata dalla Banca Centrale Europea, la forte crescita dell'economia statunitense, la ripresa di vari Paesi emergenti e lo sviluppo della *new economy*, che ha comportato una riforma strutturale nel mondo della finanza, incidendo sulla predisposizione della catena del valore delle imprese, sulla relazione

¹ Cfr. EINAUDI, *Miti e paradossi della giustizia tributaria*, Einaudi, 1965.

² Cfr. ONADO, *Il risparmio gestito in Italia: caratteristiche generali e problemi di regolamentazione: n. 21*, in *Quaderni di Finanza della Consob*, 1997, cit., p. 6.

con il cliente e sulle reti distributive. La diffusione della rete Internet e l'implementazione della *Information and communication technology (ICT)*, inoltre, hanno reso i mercati finanziari molto volatili e soggetti al cambiamento, comportando una valorizzazione delle azioni ed un atteggiamento degli investitori, soprattutto in Italia, orientato alla diversificazione del rischio.

Si assiste, dunque, a profondi mutamenti che accrescono l'investimento nel capitale di rischio dei portafogli degli investitori istituzionali, a discapito dei titoli di Stato e di quelli obbligazionari, e il potenziamento dei fondi comuni di investimento, il cui rilievo in ambito finanziario è dovuto anche alla struttura dei costi che l'investitore deve sostenere e che risulta improntata sulla trasparenza.

In tale prospettiva, riveste un ruolo particolarmente rilevante il processo di globalizzazione economica che ha comportato la cosiddetta *finanziarizzazione dell'economia*³ e che ha spinto gli investitori all'utilizzo di intermediari professionalmente dediti alla gestione del risparmio, inducendo i risparmiatori a supportare, con la propria ricchezza, i processi produttivi delle imprese e non più, a differenza del passato, ad acquistare titoli del debito pubblico.

Si spiega pertanto come gli strumenti del risparmio gestito abbiano migliorato la loro posizione sui mercati finanziari: essi permettono maggiori opportunità di investimento, un servizio di affidabilità degli investimenti stessi e competenze professionali che consentono di essere più competitivi con e sul mercato.

Viene, altresì, in considerazione, come determinante dello sviluppo del risparmio gestito, l'invecchiamento della popolazione, che ha canalizzato la ricchezza finanziaria verso i fondi pensione, i fondi comuni di investimento e le assicurazioni sia per i maggiori vantaggi fiscali sia per l'ottenimento, tramite tali strumenti, di un migliore rapporto rendimento-rischio-liquidità.

In base a quanto esposto finora, appare ovvia una domanda: perché esiste il problema del processo di delocalizzazione produttiva nel settore dell'*asset management*? È vero che la strategia di delocalizzazione offre dei vantaggi nella misura in cui consente di estendere le proprie dimensioni, con il conseguente aumento della quota di mercato. È vero che la strategia di delocalizzazione permette una presenza diretta sui mercati esteri, economie di costo, acquisizioni di maggiori competenze e prestigio grazie al contatto con team di professionisti di altra nazionalità e cultura. Ma è altrettanto vero che la strategia di delocalizzazione è la manifestazione palese di quanto poco vantaggioso sia operare in Italia rispetto agli altri mercati finanziari europei.

In Italia i principali fattori di svantaggio competitivo possono essere ricondotti a quelli di natura fiscale e di natura regolamentare. Per quanto concerne le problematiche legate alla fiscalità, il problema principale risiedeva nel fatto che i redditi dei prodotti italiani erano tassati "per maturazione" direttamente a loro carico e, quindi, a prescindere dal fatto che i partecipanti li avessero o meno incassati, mentre i redditi degli Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM) comunitari armonizzati sono *ab initio* tassati "per cassa" e a carico dei partecipanti, e cioè solo al momento della percezione dei proventi, potendo così reinvestire un patrimonio di importo maggiore rispetto ai fondi italiani. Ciò fino a che il decreto legge n. 225 del 29 dicembre 2010 ha equiparato la disciplina tributaria

³ Cfr. PELLEGRINI, *Le regole di condotta dagli intermediari finanziari*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, II, 2^a ed., 2010, p. 810.

italiana a quella europea, permettendo il raggiungimento del *level playing field in subjecta materia*. Per quanto attiene agli svantaggi legati alla regolamentazione, essi si riscontrano per la presenza nell'ordinamento italiano sia di notevoli vincoli burocratici imposti dalla normativa secondaria sia di una doppia autorità di controllo (Banca d'Italia e Consob) sui fondi. Ciò comporta una sovra-regolamentazione ed una farraginosità che non tiene conto dell'efficienza dell'industria in termini di costi ed operatività.

Combinata con le distorsioni fiscali e regolamentari, vi sono altri elementi di debolezza che caratterizzano l'industry del gestito, tra cui le criticità connesse con la rete distributiva.

Il fatto che le banche e gli altri intermediari finanziari abbiano il predominio nella distribuzione dei prodotti del risparmio gestito ha reso possibile che questi ultimi fossero spesso *posti in diretta alternativa con strumenti finanziari più opachi e meno impegnativi in termini di assistenza post-vendita nell'ambito dello stesso canale distributivo*, generando un potenziale conflitto di interessi in quanto *i canali distributivi hanno privilegiato il collocamento dei prodotti finanziari per essi più remunerativi*.⁴

La struttura del settore dell'*asset management* italiano, dunque, è condizionata da una serie di criticità legate alla struttura banco-centrica, all'integrazione verticale di produzione e distribuzione e alla ridotta capacità di innovazione; per vero, il mondo del risparmio gestito risulta da sempre molto conservatore: queste specificità si sono tradotte in maggiori costi, non di produzione ma di distribuzione, che risultano più elevati rispetto alla media europea. Aggiungasi a ciò un altro elemento fondamentale esplicativo della scarsa propensione della clientela retail verso tali prodotti, ossia la mancanza di un'adeguata *financial education*, necessaria per promuovere una maggiore cultura finanziaria e per cogliere le opportunità che l'industry del gestito ci offre.

La mancanza di un'appropriata educazione alla cultura finanziaria dei risparmiatori retail fa sì anche che gli investitori gestiscano in modo non ottimale il proprio portafoglio: essi tendenzialmente comprano in periodi di economia in espansione, e a prezzi elevati, e vendono in periodi di recessione, con inevitabili perdite di valore. Per tal via si comprende che il settore del risparmio gestito si contraddistingue per una marcata prociclicità e, pertanto, replica ed amplifica l'andamento dell'economia reale e del mercato finanziario.

Ciò spiega evidentemente la ragione per cui alla fine del 2008, anno in cui si è manifestata la crisi economica, si è assistito ad una contrazione del tasso di risparmio, il quale, oggi, si attesta intorno al 12% e risulta principalmente concentrato nelle fasce più anziane della popolazione.

La suddetta crisi ha amplificato i due principali punti di debolezza presenti all'interno dell'industry analizzata, ossia la scarsa diversificazione e l'insolita ampiezza dell'area del risparmio amministrato rispetto al gestito ed ha aumentato l'avversione al rischio e la perdita di fiducia degli investitori nei confronti degli operatori, che hanno spinto i risparmiatori ad orientarsi verso prodotti più semplici e meno rischiosi e verso una gestione più autonoma.

Occorre (ri)generare fiducia e per farlo bisogna rendere consapevole il risparmiatore e, dunque, operare sulla *literacy*,⁵ ossia sulla cultura finanziaria dello stesso. Ma ciò non è sufficiente. Infatti, in un contesto come quello attuale, confuso e complesso, c'è la necessità di

⁴ Cfr. MESSORI, *I problemi del settore italiano del risparmio gestito*, in *Assogestioni Working Paper*, Luglio 2008, n. 4, cit., pp. 25-26.

⁵ Cfr. GIORDANO, *Quali prospettive per il risparmio gestito dopo la crisi?*, in *L'industria del risparmio in Italia dopo la crisi*, Bancaria, Roma, 2010, cit., pp. 147-148.

puntare sulla *semplificazione e sulla facile rappresentazione dell'offerta*, attraverso *risposte semplici, rinnovamento dell'offerta e potenziamento del supporto alle reti distributive*, sulla *flessibilità dei prodotti*, per investire in qualsiasi mercato e tipologia di titolo, alla ricerca delle migliori opportunità, ed, infine, sulla *distribuzione multimanager*.⁶

In tale direzione, si muove anche il progetto “Carta degli Investitori”⁷ che vede impegnati la Consob e i rappresentanti delle associazioni dei consumatori e che nasce, appunto, con la volontà di incrementare la consapevolezza dei risparmiatori, fornendo strumenti, soluzioni e condizioni per migliorare la capacità di autotutela degli investitori e per permettere l’acquisizione delle conoscenze dei propri diritti nell’interlocuzione con gli intermediari finanziari.

Per ricreare fiducia, inoltre, occorre puntare sul potenziamento della *leadership* sia da parte dell’industria dell’*asset management* sia da parte delle istituzioni. Tale previsione è necessaria anche per incentivare i risparmiatori a considerare maggiormente il risparmio gestito come un’opzione dei propri investimenti e ad investire nel lungo termine.

In tal senso, si è mossa anche la Commissione europea che nel Luglio del 2012 ha proposto l’introduzione di una disciplina armonizzata dei fondi di investimento a lungo termine rivolti agli investitori al dettaglio per aprire nuove opportunità di sviluppo del settore, consentendo al retail di partecipare al finanziamento di attività economiche di primaria importanza.

In delineato contesto, caratterizzato da una rapida evoluzione e sempre più armonizzato a livello europeo, sembra che il risparmio gestito italiano abbia oggi, dunque, l’occasione di riaffermare il proprio ruolo strategico e la propria valenza sistemica per lo sviluppo dell’economia nazionale e l’evoluzione dei servizi finanziari.

Il 2013 è stato un *anno record* per il risparmio gestito: si sono registrati, infatti, 62,6 miliardi di raccolta netta. Tuttavia, le moderne linee di tendenza del settore presentano ancora un’evidente dipendenza tra i prodotti del gestito e i canali distributivi. Ciò sostanzialmente per due ragioni: la predominanza della distribuzione per il tramite del canale bancario e la presenza di numerose SGR appartenenti a gruppi bancari.

Pertanto, deve ritenersi pienamente coerente e necessario per l’evoluzione del settore incrementare l’utilizzo del canale distributivo diretto, attraverso la revisione del modello distributivo bancario: da un modello “chiuso”, basato su accordi di collocamento tra produttore e distributore, si dovrebbe passare ad un modello “aperto”, che prevede il ricorso a piattaforme di negoziazione direttamente da parte della clientela.

Non v’è dubbio che, a livello sostanziale, l’indipendenza del collocatore rileva anche ai fini della rigenerazione di quella fiducia da parte della clientela di cui si è tanto parlato nel paragrafo precedente. Di fronte alla delineata realtà, occorre implementare servizi di consulenza ad hoc, ossia *servizi di advisory fee based*, distinti (*advisory fee only*) o meno rispetto alle reti distributive, per la cui affermazione è richiesta una solida cultura finanziaria degli investitori.

Attraverso adeguate linee d’intervento, dunque, l’industria del risparmio gestito attraverso il suo patrimonio potrà contribuire alla creazione di un circolo virtuoso tra risparmio, investimento e sviluppo del nostro Paese: il 2014 potrebbe essere l’anno dello sviluppo del

⁶ Cfr. *DOSSIER FONDI-Risparmio gestito, Le nuove strategie di marketing*, in *Il Giornale della Banca e della Finanza*, v. 20, f. 6, 2008, cit., pp. 66-68.

⁷ Al riguardo, si veda CONSOB, *Progetto “Carta degli Investitori”, Tavolo di lavoro congiunto Consob-Associazioni dei Consumatori*, 30 gennaio 2014.

finanziamento extra-bancario alle piccole medie imprese, attraverso l'implementazione di strumenti destinati ad investire in minibond emessi dalle PMI, che potranno ottenere denaro a condizioni più vantaggiose.

In tale direzione, si è mossa anche la Commissione europea che ha diffuso, in consultazione, il Libro Verde (Green Paper), denominato "*Long Term Financing of the European Economy*", alla cui consultazione ha partecipato anche Assogestioni, essendo tale associazione molto interessata al ruolo che i fondi comuni di investimento possono ricoprire nell'ambito del supporto dell'economia reale. Il Green Paper, infatti, nasce con l'intento di predisporre architetture finanziarie che permettano di migliorare la disponibilità di finanziamenti a lungo termine.

Per promuovere una pratica di lungo periodo del risparmio gestito, l'industria deve cogliere tre opportunità storiche: i piani individuali di risparmio (PIR), gli Eltifs (European long term investment funds) e la previdenza complementare.⁸

C'è un forte bisogno di crescita; per crescere bisogna investire; per investire serve capitale disponibile e quest'ultimo non è altro che il risultato del risparmio dei clienti gestiti. Senza risparmio non ci sarà la crescita del domani: *financing the economy is the asset management added value.*⁹

CAPITOLO 2

I GESTORI DEL RISPARMIO

La centralità che gradualmente ha assunto il risparmio gestito nel mondo finanziario ha avuto come conseguenza una profonda risistemazione della disciplina in materia.

In tale contesto ordinatorio deve inserirsi la normativa primaria prevista dal Testo Unico della Finanza (d.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58) che riordina la materia di gestione collettiva, contenuta fino a quel momento in una pluralità di leggi. Vengono in considerazione la definizione di "gestione collettiva del risparmio" e l'articolo 33 che indica i soggetti a cui è riservata la "prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio", ossia le SGR e le SICAV.

Ciò posto, è bene concentrarsi sulle società di gestione del risparmio: "società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzata a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio".

Per comprendere il ruolo svolto dalle Sgr occorre partire dall'articolata definizione del servizio di gestione collettiva introdotta dal Tuf. Questa è suddivisibile in due distinte attività: quella di promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni d'investimento e di amministrazione dei rapporti con i partecipanti e quella di gestione del patrimonio di Oicr, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti o altri beni mobili o immobili.

⁸ Cfr. LOMBARDO, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014, cit.

⁹ Cfr. DARGNAT, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014, cit.

Queste due distinte attività possono essere esercitate da un unico soggetto, la SGR, o da due distinte entità, la società promotrice e la società di gestione, che rispondono solidalmente. In quest'ultimo caso, la ripartizione dei compiti deve risultare dal Regolamento di ciascun fondo comune d'investimento. A ben considerare, è inoltre necessario predisporre un modello legale che sia in grado di contemperare le diverse esigenze di promozione e di gestione, in vista del preminente interesse degli investitori. Tale mansione è stata affidata alla normativa secondaria e a ciò sono riferiti anche i requisiti organizzativi e patrimoniali richiesti per il rilascio dell'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva. In particolare, rileva, in questa direzione, la previsione di una dotazione minima di capitale iniziale per le società che avviano la procedura di autorizzazione per lo svolgimento dell'analizzata attività; tale richiesta è volta a garantire l'integrità dei mercati mediante la solidità delle imprese: *si attua, così, una forma di tutela selettiva, funzionale ad una prima verifica dell'affidabilità dell'iniziativa d'impresa*. Bisogna, tuttavia, fare attenzione per evitare che tale previsione possa in qualche modo ingessare il settore, ostacolandone la competitività.¹⁰

Sotto altro profilo, il Testo Unico della Finanza ha introdotto un elemento innovativo, prevedendo la figura del gestore unico, che è autorizzato alla prestazione "completa" del servizio di gestione collettiva. Si tratta evidentemente di una novità, in quanto le leggi n. 83/1977 e n. 86/1994 richiedevano l'esclusività dell'oggetto sociale e, conseguentemente, l'affermazione di due forme tipologiche di Sgr, rispettivamente per fondi mobiliari ed immobiliari. L'introduzione del modello del gestore unico è la testimonianza del fatto che il legislatore ha accolto l'orientamento che riconosce il carattere unitario della funzione di *asset management*.

L'art. 34 del Testo Unico indica le condizioni in presenza delle quali l'autorizzazione può essere rilasciata. La Banca d'Italia può negare, secondo canoni di discrezionalità tecnica, il rilascio dell'autorizzazione "quando dalla verifica delle condizioni non risulta garantita la sana e prudente gestione".

La richiesta dei numerosi requisiti soggettivi e dei vincoli operativi necessari al fine del rilascio dell'autorizzazione si spiega in quanto, essendo *la società di gestione un punto focale di un equilibrato rapporto tra gli interessi dei sottoscrittori e l'ordinato funzionamento del mercato*, il legislatore intende tutelare i risparmi degli investitori e contribuire alla stabilità del sistema finanziario, *per mezzo dell'efficienza gestionale dei soggetti coinvolti*.¹¹

Dopo il rilascio dell'autorizzazione si procede all'iscrizione della Sgr nell'apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia, la quale in seguito comunicherà alla Consob l'avvenuta iscrizione; quest'ultima non ha carattere costitutivo ma solo abilitativo allo svolgimento dell'attività a cui è collegata l'autorizzazione.

Le Sgr possono svolgere all'estero le medesime attività loro consentite in Italia: le differenze di disciplina sono riconnesse alle condizioni e alle procedure, emanate dalla Banca d'Italia con regolamento del 14 aprile 2005, che devono essere poste in essere per l'avvio dell'operatività transfrontaliera.

Un aspetto centrale nella disciplina delle società di gestione del risparmio è rappresentato dal modello di *governance* delle stesse. A differenza delle società per azioni, nelle quali si

¹⁰ Cfr. LEMMA, *Le società di gestione del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, I, 2^a ed., 2010, cit., pp. 678-679.

¹¹ Cfr. LEMMA, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, Cacucci, Bari, 2006, cit., pp. 67-68.

ricontrano i tradizionali conflitti di interessi propri di ogni società azionaria, nell'ambito delle Sgr se ne individua un altro, non di poco rilievo, ossia quello tra soci della società di gestione del risparmio e partecipanti ai fondi da questa società gestiti. *Sicché può dirsi che il dilemma del governo delle società di gestione del risparmio risulta dalla somma di tutti i tradizionali problemi di corporate governance e di quelli di fund governance*, intendendo per “fund governance” il peculiare conflitto di interesse riscontrabile nella Sgr.¹² Tale circostanza implica una complessità maggiore, che il legislatore cerca di gestire richiedendo alle Sgr di adottare precise regole di comportamento.

Rileva ancora *in subiecta materia* il Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob del 29 ottobre 2007, nell'ambito del quale ha assunto portata pratica il principio di proporzionalità, secondo il quale “gli intermediari applicano le disposizioni del presente Regolamento in maniera proporzionata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati”. Sulla base di quanto precede, è stato reso obbligatorio istituire solo la funzione di compliance, laddove sono soggette ad un vaglio di opportunità le funzioni di gestione del rischio e di revisione interna.

In delineato contesto rilevano infine i Principi italiani di *stewardship* approvati per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate e rivolti alle società che prestano i servizi di gestione collettiva del risparmio o di gestione dei portafogli. Rispettarli vuol dire impegnarsi ad ottenere una *governance* migliore, in quanto la loro applicazione è finalizzata a stimolare l'azionariato attivo e a fornire *best practices*. Attraverso la creazione delle Sgr si è inteso *coadiuvare il risparmiatore nel processo di formulazione delle proprie scelte di investimento*, dotandolo di *una struttura organizzativa che garantisca la massima sicurezza, trasparenza ed efficienza*, e al contempo di *un'ampia libertà operativa che gli consente di sfruttare appieno le opportunità del mercato*.¹³

L'altro intermediario a cui il Testo Unico riserva lo svolgimento del servizio di gestione collettiva è la SICAV, la società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni, che costituisce *una variante nella generale categoria degli investimenti collettivi “aperti”, con continua ed indifferenziata facoltà per il pubblico di entrata (investimento) ed uscita (disinvestimento)*.¹⁴

Si assiste, attraverso il d.lgs. 25 Gennaio 1992 n. 84, alla formazione di una società di investimento nella quale la posizione di gestore e di risparmiatore coincidono.

Orbene, le Sicav rappresentano uno *strumento economicamente analogo al fondo comune ma giuridicamente meno “raffinato”*: il fondo infatti altro non è che l'*evoluzione* storica della società d'investimento, *originata proprio dall'esigenza di dare all'organismo collettivo un'adeguata veste giuridica*. La Sicav in Italia, dunque, nasce dopo che il nostro ordinamento aveva già recepito la figura del fondo comune e viene creata dal legislatore *non come variante*

¹² RICHTER, *La governance delle società di gestione del risparmio*, Intervento al Convegno su “La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID. Un confronto tra economisti e giuristi”, tenutosi nella Università degli studi di Verona il 23 giugno 2008.

¹³ Cfr. MONACI, *Le società di gestione del risparmio (Sgr)*, in *Argomenti di Diritto degli Intermediari e dei Mercati Finanziari*, a cura di Belli-Corvese-Mazzini, Giappichelli, Torino, 2000, cit., p. 83.

¹⁴ Cfr. MARCHETTI, *Appunti sulle SICAV*, Relazione tenuta al Convegno organizzato da Assogestioni a Milano il 13 Febbraio 1992, in *Rivista delle Società*, f. 5, 1992, cit., p. 730.

*del modello societario, piegato a finalità ultronee rispetto quelle istituzionali, ma quale variante del modello fondo, come detto sopra già presente nel cotesto normativo nazionale. In questa prospettiva, le Sicav, caratterizzate da una disciplina ricca di numerose deroghe al diritto azionario comune che le rendono funzionalmente diverse da una società per azioni, sono da considerarsi come una sorta di affinamento e non di regressione rispetto allo schema della gestione a fondo comune, dando ad esse un'autonoma collocazione all'interno dei fenomeni associativi.*¹⁵

I profili di specialità, che si rinvencono nel rapporto che esiste tra investitore e società di gestione, non si rintracciano anche nelle caratteristiche della gestione della Sicav: le società di investimento analizzate, infatti, sono sottoposte ai criteri propri dei soli fondi aperti, sia armonizzati che non, mentre non possono essere istituite secondo le regole proprie dei fondi riservati, dei fondi chiusi o dei fondi speculativi.

Le condizioni necessarie al fine del rilascio dell'autorizzazione sono elencate dall'articolo 43, comma 1, del t.u.f.. In seguito al rilascio dell'autorizzazione, le Sicav autorizzate in Italia sono iscritte in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia, che deve darne comunicazione alla Consob. L'iscrizione all'albo e gli altri requisiti organizzativi e patrimoniali richiesti costituiscono per il risparmiatore una vera e propria garanzia, dal momento che attestano l'esistenza di un effettivo controllo sulla Sicav da parte della Banca d'Italia e della Consob.

L'aspetto centrale della normativa in materia di capitale riguarda la scomparsa di ogni distinzione tra capitale e patrimonio: il capitale della Sicav è sempre uguale al patrimonio netto detenuto dalla società, come precisa l'articolo 45, comma 1 del t.u.f., e il fatto che la partecipazione in tali società venga effettuata non solo con l'intento di dar vita ad un investimento finanziario, bensì con l'obiettivo di contribuire alla gestione dell'attività che ne determina i risultati. Da qui, deriva la differenziazione delle azioni in due categorie: le azioni nominative, che per quanto attiene il diritto di voto sono disciplinate dalle regole generali, e al portatore, che attribuiscono un solo voto per ogni socio, indipendentemente dal numero di azioni di tale categoria possedute. *La struttura della Sicav si configura, dunque, come un sistema misto, nel quale convivono elementi propri del sistema delle società cooperative (voto capitario) e del sistema tipico delle società per azioni (...).*¹⁶

I tratti distintivi caratterizzanti le Sicav non si esauriscono qui: la maggiori deroghe alla disciplina comune, infatti, ruotano anche attorno alla regolamentazione dell'organo assembleare e alla possibilità, riconosciuta agli amministratori di tale ente, di delegare a terzi la gestione del patrimonio. Sotto altro profilo, un ruolo particolare è riservato alle *Sicav multicomparto*, che vengono regolate nella prospettiva di diversificare maggiormente e rendere più flessibile l'offerta di prodotti, rispondendo alle varie esigenze degli investitori.

Prima dell'emanazione del Regolamento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 in materia di gestione collettiva del risparmio le Sicav erano scarsamente diffuse nel nostro territorio, prevalentemente per ragioni di natura fiscale. Tuttavia, le criticità non si esaurivano a ciò. La situazione era maggiormente complessa: infatti, erano imposti alle Sicav dei requisiti piuttosto gravosi attinenti al capitale sociale, all'organizzazione amministrativa e contabile e ai

¹⁵ Cfr. LENER, *Premessa*, in AA.VV., *Le società di investimento a capitale variabile (Commento al d.lg. 25 gennaio 1992 n. 84)*, Collana quaderni di diritto commerciale europeo, a cura di Lener, Giappichelli, Torino, 1994, cit., pp. 8-10.

¹⁶ Cfr. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 2010, I, 2^a ed., cit., p. 497.

controlli interni. Tale rigore normativo italiano ha reso più allettante la prospettiva di recarsi all'estero per costituire Sicav o di costituire in Italia società di gestione, non avendo quest'ultima il vincolo dell'esclusività dell'oggetto sociale. Con il recepimento delle direttive relative agli organismi di investimento collettivo (Ucits III), attuate tramite il suddetto Regolamento della Banca d'Italia, la situazione è migliorata ma in Italia lo sviluppo di tale organismo d'investimento collettivo appare limitato se si considerano altri Paesi comunitari. Rileva, in tale prospettiva, il mercato lussemburghese che per la stabilità politica e regolamentare, il regime fiscale competitivo, la forza lavoro altamente qualificata e multilingue, rappresenta la più grande piazza di fondi d'investimento al mondo dopo gli Stati Uniti. Le Sicav si collocano tra gli strumenti del risparmio gestito, in quanto idonee ad assolvere una funzione economica che presenta molte analogie con quella dei fondi comuni ma, a differenza *dei fondi contrattuali destinati ad un pubblico più vasto e frazionato, le Sicav potrebbero essere in grado di aggregare le esigenze di un numero più limitato di investitori con una maggiore sensibilità alle performance della gestione ed eventualmente interessate, accanto all'investimento di natura obbligazionaria, a programmi di investimento mirati su determinati comparti industriali favorendo per questa via il processo di accumulazione di determinate aree geografiche o filiere produttive.*¹⁷

Oltre alle Sgr e alle Sicav, esistono nel nostro ordinamento i gestori residuali del risparmio, ossia i fondi pensione e i fondi sanitari integrativi. Il termine "residuali" si spiega sia con riferimento all'ammontare ridotto delle masse gestite rispetto alle Sgr italiane sia per il fatto che il Testo Unico della Finanza non inserisce tali categorie di fondi tra i soggetti a cui riserva la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, ma al riguardo predispone solo che le "Sgr possono istituire e gestire fondi pensione" (art. 33, comma 2, lett. b)). I fondi pensione vengono istituiti con il d.lgs. del 21 Aprile 1993, n. 124, che introduce nel sistema previdenziale italiano la prima disciplina organica delle "forme di previdenza per l'erogazione di trattamenti pensionistici complementari del sistema obbligatorio pubblico". In tale contesto normativo viene istituita anche la Covip, ossia la Commissione di vigilanza sui fondi pensione, la quale verrà dotata di personalità giuridica con la Riforma Dini del 8 Agosto 1995 n. 335.

L'introduzione della previdenza complementare fornisce *lo strumento ideale per obiettivi di lungo termine, perché il fondo pensione, ossia la principale forma di previdenza integrativa, è come un piano di accumulo che riesce a coniugare trasparenza, liquidità ed efficienza fiscale grazie a una tassazione favorevole di cui altre forme di risparmio non beneficiano. Inoltre, consente di coniugare gli investimenti più efficienti in termini di rischio rendimento di lungo periodo.*¹⁸

Si addivene in tal modo alla creazione di un modello previdenziale "misto", articolato in tre pilastri: il primo preesistente, pubblico, obbligatorio, a ripartizione e a regime contributivo; il secondo collettivo, volontario, a capitalizzazione individuale e a calcolo attuariale, complementare al primo; infine, il terzo privato, volontario, a capitalizzazione individuale e a calcolo attuariale.

¹⁷ Cfr. ROSSI, *Le società di investimento a capitale variabile: nuove opportunità nel settore del risparmio gestito*, in *Rivista Milanese dell'Economia*, f. 42, 1992, cit., p. 58.

¹⁸ Cfr. LOSER, *Il risparmio si costruisce con la previdenza*, in *News Magazine del risparmio gestito. Focus Risparmio*, Anno 2, Num. 3, Marzo 2014, cit., p. 20.

Tuttavia ancora molti erano i limiti riscontabili nel settore della previdenza: il fatto che venisse scaricato sulle generazioni future l'onere della riforma, la circostanza in base alla quale per ottenere un'ulteriore pensione, complementare alla prima, fosse necessaria una contribuzione aggiuntiva, ed infine, che fossero richiesti interventi di contenimento degli effetti del sistema di rivalutazione delle pensioni nel corso del tempo, i quali hanno condotto ad un depauperamento delle pensioni medesime a partire dalla data di pensionamento.

Da qui il Decreto Legislativo 252 del 2005, con cui viene data attuazione alla Legge delega 243 del 2004, sostituendo interamente il Decreto Legislativo 124 del 1993, che riforma interamente il sistema di previdenza complementare italiano, basandolo sulla raccolta dei contributi dai fondi pensione, principalmente quelli negoziali, che rappresentano in Italia la prima forma di previdenza complementare per numero di iscritti, incluso il Tfr maturando appunto, per poi investirli sui mercati finanziari tramite degli intermediari specializzati.

Una posizione di particolare attualità che merita di essere sottolineata è rivestita dal D.M. n. 703/1996, che sta subendo una profonda revisione, in quanto, essendo collocato in un contesto troppo retrogrado, nel quale né l'introduzione della moneta unica né il Testo Unico della Finanza avevano ancora impattato, conteneva elementi, quali *l'elencazione degli investimenti ammissibili e i vincoli quantitativi*, che lo rendevano poco moderno. Queste due caratteristiche, in effetti, creano dei *problemi definitivi* e, dunque, *una scarsa dinamicità regolamentare e rigidità nella gestione dei fondi pensione*.

Da qui, l'esigenza del cosiddetto "Nuovo 703", nato in seguito al recepimento della direttiva 2003/41/CE sui fondi pensione (EPAP), che si focalizzerà principalmente sugli aspetti qualitativi inerenti alla *capacità di gestione e al controllo dei fondi pensione*, senza tralasciare del tutto quelli quantitativi, il cui fine primario riguarda la *tutela degli iscritti alla previdenza complementare attraverso una declinazione articolata del principio della persona prudente*.¹⁹

Il "nuovo 703" dà enfasi non tanto all'oggetto dell'investimento ma al come si investe e permette ai fondi pensione di estendere la gamma delle possibilità di investimento in modo innovativo, facendo sperare che tale previsione normativa rappresenti il momento d'avvio del rilancio della previdenza complementare in tema di investimenti. Inoltre, con la Deliberazione del 16 Marzo 2012, la Covip ha disposto che i fondi pensione sono chiamati a redigere un documento sulla politica d'investimento, volto a favorire la realizzazione di una corretta strategia d'investimenti.

Oltre ad essere il principale mezzo tramite cui la previdenza complementare si manifesta, i fondi pensione svolgono una funzione finanziaria, nel momento in cui *intermediano il risparmio previdenziale dei lavoratori con i mercati finanziari italiani ed internazionali*, incrementando liquidità ed efficienza attraverso gli investimenti ed una funzione di tipo economico, poiché supportano l'economia reale attraverso *investimenti delle risorse gestite in strumenti finanziari che hanno una ricaduta positiva nell'economia del territorio medesimo*, si tratta dei cosiddetti *investimenti "locali"*.

Tali strumenti di risparmio gestito, dunque, contribuiscono alla crescita dell'economia, potendo intervenire in settori definiti, quali il finanziamento delle infrastrutture, dei piani di sviluppo regionali, degli investimenti ad alto contenuto tecnologico e del mercato immobiliare

¹⁹ Cfr. RUGGIERO, *Il nuovo decreto sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione: prospettive e opportunità*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 28 Marzo 2014.

mediante investimenti sia diretti che indiretti, acquistando quote di fondi immobiliari. Ancora, i fondi pensione fungono da stabilizzatori dei mercati finanziari nonché da *paladini degli interessi dei piccoli azionisti in qualità di attori della corporate governance delle società in cui investono*. Da ultimo, ma non in ordine di importanza, potrebbero rappresentare uno *stimolo nella politica di emissione del debito pubblico, favorendo un maggiore spazio a titoli indicizzati all'inflazione o legati all'evoluzione della longevità*.²⁰

In delineato contesto, anche la Commissione Europea ha avvertito l'esigenza di incentivare i finanziamenti a lungo termine e ha pubblicato Libro Verde della Commissione del 25 Marzo 2013. Particolarmente rilevante è, inoltre, la pubblicazione del Discussion Paper EIOPA, nel Maggio 2013, che trae origine dal Libro bianco della Commissione europea, un'agenda dedicata a pensioni adeguate, sicure e sostenibili, e promuove la creazione di un mercato unico europeo dei prodotti pensionistici individuali, Personal Pension Products (PPPs), rivedendo anche l'impianto normativo per i prodotti di terzo pilastro.

Per concludere, la previdenza complementare rappresenta la possibilità di evitare che all'uscita dal mondo del lavoro corrisponda una *riduzione del proprio livello di reddito*. Tuttavia, tale percezione risulta ancora carente per la generalità dei cittadini. Da qui, l'esigenza di rafforzare la cultura previdenziale, soprattutto nei confronti dei giovani. Ciò può essere raggiunto solo attraverso un forte impegno dal lato della comunicazione e della semplificazione del sistema previdenziale.

La scarsa consapevolezza della necessità del secondo pilastro previdenziale, insieme all'assenza di un'attività di marketing e alla rigidità della disciplina non consentono alla previdenza complementare di decollare. Ma quest'ultima è una forma di risparmio di lungo-periodo: ci sono ottime ragioni economiche, sociali e di finanza per agevolarla. Sia la Covip che il legislatore, attraverso la revisione della disciplina di settore, incentrata sulla Direttiva IORP (Institutions for Occupational Retirement Provision), si stanno muovendo in tale direzione. La previdenza complementare è una realtà molto importante ma sconosciuta e poco potenziata del nostro Paese. Ad ogni modo, essa rappresenta *l'esempio più virtuoso di gestione del risparmio negli ultimi vent'anni, grazie anche al ruolo svolto dalla Covip*.²¹ La previdenza complementare è un progetto sociale, politico e morale e i fondi pensione sono strumenti che possono sostenere il finanziamento della crescita dell'economia reale.

I fondi di previdenza complementare non sono una prerogativa esclusiva della materia pensionistica: altri comparti di pari rilevanza sociale, e tra questi quello della sanità, ne sono interessati. Più in particolare, le tendenze registrate in ambito sanitario, come è mostrato dagli attuali studi, evidenziano la circostanza in base alla quale *le dinamiche evolutive della popolazione italiana (invecchiamento, aumento medio della speranza di vita, incremento delle patologie cronico-degenerative), l'adeguamento alle innovazioni scientifiche e tecnologiche e le aspettative dei cittadini in termini di qualità del servizio e tempi di erogazione* hanno causato un costante e generale innalzamento dei costi di assistenza

²⁰ Cfr. GIURO, *I molteplici ruoli dei fondi pensione*, in *Diritto e Pratica del Lavoro*, v. 26, f. 40, 2009, cit., pp. 2337-2338.

²¹ Cfr. PESSI, Intervento alla *Cerimonia di chiusura della VII edizione del Master PrevComp*, 9 Aprile 2014, Roma.

*rischiando, conseguentemente, di incidere sulla stabilità del Servizio Sanitario Nazionale (SSN).*²²

In tale prospettiva, cresce una maggiore consapevolezza circa l'importanza del ruolo svolto dalle forme di sanità integrativa. Il concetto di "forme differenziate di assistenza" è stato introdotto per la prima volta dal D.lgs. del 30 dicembre 1992, n. 502, con cui si dà luogo ad un *modello sanitario misto*, o più precisamente *integrativo*, che pone *il pilastro privato in una condizione di ancillarità funzionale rispetto al Sistema Sanitario Nazionale*, nonostante il servizio pubblico continui ad ogni modo ad essere prevalente. Da non trascurare la circostanza che, in precedenza, il rapporto tra pubblico e privato era tale da comportare la definizione di un *sistema "duplicativo"*, *dove l'attività erogata dal sistema privato*, ed in particolare da compagnie assicurative, società di mutuo soccorso e fondi assistenziali e previdenziali, *si aggiungeva a quella offerta dal servizio pubblico.*²³

In tale contesto normativo, non può non farsi riferimento al d.lgs. del 7 Dicembre 1993, n. 517, che nell'articolo 10 sostituisce, solo dopo un anno, l'originario testo dell'articolo 9 del d.lgs. n. 502/1992, disponendo che "possono essere istituiti fondi integrativi sanitari finalizzati a fornire prestazioni aggiuntive rispetto a quelle assicurate dal Servizio sanitario nazionale". Alla fine degli anni Novanta viene posta in essere un'ulteriore ed importante riforma del SSN, incarnata dal decreto legislativo n. 229 del 1999, che conferma e arricchisce nei dettagli l'impostazione di fondo definita nel suddetto decreto del 1993. La dottrina pubblicistica ha distinto tra i fondi sanitari integrativi conformi al D.lgs. 229/1999, cd. fondi "doc" e quelli "non doc", che rappresentano enti o casse con esclusivo fine assistenziale e non necessariamente "complementari" al SSN. A queste due categorie di fondi è applicato un diverso trattamento fiscale dei contributi, previsto dal Decreto Legislativo del 18 Febbraio 2000, n. 41, che definisce un *regime fiscale maggiormente incentivante* per quanto versato ai fondi "doc", *non solo in termini di limiti di deducibilità ma anche di categorie di redditi rientranti nell'agevolazione (non solo redditi di lavoro dipendente)*, rispetto a quello previsto per i fondi "non doc", tra i quali si vuole assicurare *la parità di trattamento*. Tale circostanza funge da fattore destabilizzante per quanto attiene le tematiche fiscali: *il trattamento "doppio" si rileverà una mera penalizzazione per i fondi "non doc", in quanto quelli "doc" non furono mai realizzati*. Negli anni successivi all'emanazione del Decreto 41/2000, molti sono stati i casi in cui si è derogato allo stesso, fino all'attuazione della Legge 244 del 27 dicembre 2007, articolo 1, comma 198 (Finanziaria per il 2008), avvenuta attraverso l'emanazione da parte del Ministro della Salute del Decreto 31 marzo 2008 (Decreto Turco), con cui si elimina la distinzione tra fondi "doc" e fondi "non doc", mediante l'armonizzazione delle agevolazioni fiscali, e si istituisce l'Anagrafe dei fondi sanitari, da considerarsi come una banca dati necessaria a monitorare il numero e le caratteristiche dei fondi medesimi.

Il successivo intervento in materia è effettuato dal Ministro Sacconi, il quale indica i Fondi sanitari integrativi quale secondo pilastro del Servizio Sanitario Nazionale. Il rispettivo Decreto 27 Ottobre 2009 disciplina le funzioni e i meccanismi di iscrizione all'Anagrafe dei fondi sanitari integrativi e individua le prestazioni garantite dai fondi stessi.

²² Cfr. VECCHIETTI, *Il Servizio Sanitario Nazionale e l'Assistenza Sanitaria Integrativa: prospettive e sfide per il futuro*, Intervento alla 2^a ed. del Welfare Day "Il ruolo dei Fondi Sanitari Integrativi nel sistema di welfare contrattuale tra integrazione, sostituzione e complementarità", 5 Giugno 2012, Roma, cit., p. 11.

²³ Cfr. PANERI, *I fondi sanitari integrativi*, in *Manuale di diritto sanitario*, a cura di Balduzzi e Carpani, Il Mulino, 2013, cit., pp. 419-420.

Nonostante i Decreti Turco e Sacconi siano stati fondamentali come impulso per il processo di costruzione del “secondo pilastro” attraverso la sanità integrativa, non si può non notare che il sistema è carente su temi molto rilevanti. Il punto è che manca *una disciplina sostanziale e fiscale chiara e operativamente valida per l’assistenza sanitaria. Esiste una sovrapposizione tra normative fiscali oramai obsolete in materia di Welfare aziendale nella superata distinzione tra benefits fiscalmente agevolati e prestazioni socialmente utili offerte “paternalisticamente” dal datore di lavoro. La scarsa diffusione dei fondi integrativi di assistenza sanitaria è, pertanto, dovuta all’assenza di una regolamentazione amministrativa e ad una serie di incertezze legate all’oggetto dei fondi e del loro trattamento fiscale.*²⁴

Occorre, dunque, sviluppare maggiormente la disciplina inerente all’assistenza sanitaria. Questa rientra in uno dei vari bisogni a cui il sistema di Welfare integrato, o secondo Welfare, dovrebbe saper rispondere: un buono stato di salute si riverbera positivamente su tutti i settori della società.

CAPITOLO 3

LA DIRETTIVA 2011/61/UE (“AIFMD”) SUI GESTORI DEI FONDI D’INVESTIMENTO ALTERNATIVI

L’importante panoramica sul valore sistemico del risparmio gestito e degli investimenti di lungo termine va letta in un’ottica sia nazionale che internazionale: bisogna non limitare lo sguardo alle sole dinamiche nazionali ma, piuttosto, guardare al futuro dell’industria in un’ottica europea.

Sul piano delle concretezze, occorre inserire in tale contesto la Direttiva europea 2011/61/CE, c.d. *AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive)*, entrata in vigore il 21 luglio 2011, che introduce una serie di misure volte a creare un mercato interno europeo dei “gestori di fondi di investimento alternativi” (cc. dd. GEFIA). La direttiva, che è stata preceduta da un lungo dibattito a livello europeo, trae origine da una proposta della Commissione europea del 30 Aprile 2009.

La normativa che ci occupa si applica ai fund manager europei che gestiscono fondi, sia europei che non, e ai fund manager non europei che gestiscono e commercializzano fondi nell’Unione europea. In particolare, la categoria di gestori a cui la direttiva si rivolge è circoscritta a coloro che gestiscono una somma complessiva superiore ai 100 milioni di euro. L’AIFMD si focalizza sui GEFIA, ossia sui gestori di fondi d’investimento alternativi, tralasciando, invece, la regolamentazione esplicita e diretta dei singoli fondi d’investimento alternativi, cc. dd. FIA, i quali continuano ad essere disciplinati a livello nazionale, in quanto le categorie di organismi d’investimento collettivo inclusi nella definizione di FIA sono molto diverse tra loro. La AIFMD disciplina, in particolare, tutti quei soggetti non rientranti nell’ambito di applicazione della UCITS e che vengono individuati per differenza, ossia gli

²⁴ Cfr. MARCHETTI, *La fiscalità della previdenza complementare: stato dell’arte e possibili scenari futuri*, Intervento al Seminario “*La Fiscalità come volano del risparmio previdenziale: analisi, prospettive di riforma e criticità applicative*”, Roma, 9 Aprile 2014

hedge funds, i fondi di private equity, i fondi di venture capital, i fondi immobiliari, i fondi di materie prime, quelli infrastrutturali e tutte le altre particolari tipologie di fondi istituzionali.

I fattori che hanno condotto il legislatore comunitario ad introdurre la direttiva in esame sono principalmente tre. In primo luogo, il programma di lungo periodo della Commissione europea, con il quale si è avviato un processo volto ad estendere la regolamentazione prudenziale e la vigilanza a tutti gli intermediari e alle attività che comportano rischi significativi. In secondo luogo, l'assenza di una legislazione omogenea e di un'adeguata vigilanza in materia di rischi macroprudenziali predisposti a livello nazionale; elementi questi che impedivano la compiuta realizzazione di un mercato interno, ossia una delle ragioni d'essere dell'Unione Europea. In terzo ed ultimo luogo, hanno influito nella scelta del legislatore comunitario gli effetti provocati dalla crisi finanziaria del 2008, che ha evidenziato come la vulnerabilità del mercato finanziario e la forte interconnessione tra i settori che compongono lo stesso minano la stabilità dell'economia intesa a livello sistemico.²⁵

Non va tralasciato di considerare, tuttavia, che il processo di evoluzione normativa cui ci si riferisce è completato dalle previsioni di dettaglio contenute nel Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione europea del 19 dicembre 2012, che contiene disposizioni attuative della direttiva AIFM in tema di deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza, il cui contenuto risulta sostanzialmente coerente con la normativa regolamentare nazionale attualmente vigente, e dalle misure di terzo livello adottate dall'ESMA, incentrate sulle modalità e sulle misure di implementazione della direttiva.

Una tappa significativa *in subiecta materia* è quella del 22 luglio 2013, in quanto in tale data è scaduto il termine per il recepimento della direttiva AIFM negli ordinamenti nazionali e sono entrati in vigore il Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, il Regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per la *venture capital* (EuVECA) e il Regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF). Questi ultimi due ritagliano, all'interno del regime AIFMD, una disciplina speciale, armonizzata a livello comunitario, sui gestori europei sotto-soglia di talune specifiche tipologie di FIA EU, identificati in ragione degli specifici limiti di investimento e modalità gestionali ammissibili (investimenti in PMI o imprese sociali). Lo scorso mese di agosto, inoltre, è stata pubblicata la legge 6 Agosto 2013, n. 96, Legge di delegazione europea 2013 che imponeva al Governo l'esercizio della delega per l'attuazione della direttiva AIFM entro il termine di tre mesi dalla sua entrata in vigore. Lo scorso 4 dicembre il Consiglio dei Ministri ha approvato in via preliminare lo schema di decreto legislativo di recepimento della direttiva AIFM, comportando un ripensamento della struttura del titolo III del TUF, ossia quello dedicato alla gestione collettiva del risparmio, dovuto alle numerose modifiche alla disciplina primaria.

Il recepimento della direttiva AIFMD sta modificando profondamente, nell'ordinamento italiano, il quadro della disciplina della gestione collettiva del risparmio, introducendo tra l'altro nuove categorie di soggetti e di prodotti, precedentemente non previsti nel Testo Unico, e disponendo la suddivisione di quest'ultimo secondo varie macro aree, quali (i) Soggetti autorizzati italiani (Sgr, Sicav e Sicaf) e attività esercitabili ai sensi delle direttive UCITS e AIFM e delle relative disposizioni di attuazione; (ii) Disciplina degli Oicr italiani

²⁵ Cfr. LUCIANO, *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Contratto e Impresa/Europa*, a cura di Galanti e Bin, v. 16, f. 2, Luglio-Dicembre 2011, cit., pp. 605-608.

(fondi comuni di investimento, Sicav e Sicaf in gestione esterna, strutture master-feeder, fusione e scissione); (iii) Operatività transfrontaliera dei gestori italiani ed esteri; (iv) Commercializzazione di OICR (in Italia di OICVM UE, FIA riservati, FIA non riservati); (v) Obblighi per le SGR i cui FIA acquisiscono partecipazioni rilevanti e di controllo di società non quotate e di emittenti; (vi) Disciplina del depositario.

Entrando nel cuore della direttiva, è il caso di analizzare la disposizione con cui viene introdotto il passaporto europeo, la cui predisposizione evidenzia la volontà del legislatore di creare un mercato unico europeo. In particolare, un GEFIA autorizzato nel proprio Stato membro di origine è autorizzato a commercializzare i suoi fondi ad investitori professionali, come definiti dalla Direttiva MIFID, sul territorio di ogni altro Stato membro: questo rappresenta il principale vantaggio in termini commerciali per gli operatori derivante dalla Direttiva.

Sul piano delle concretezze, *per quanto concerne l'attuazione della direttiva, si è deciso di prevedere un regime transitorio diluito nel tempo.* Banca d'Italia e Consob, in veste di autorità competenti hanno fornito, secondo un'impostazione condivisa dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, *indicazioni tese a chiarire le regole applicabili a partire dal 22 luglio 2013 e sino all'entrata in vigore delle disposizioni nazionali di recepimento della AIFMD*, chiarendo progressivamente la posizione assunta dai gestori italiani. Inoltre, poiché l'istanza alla ridefinizione del mercato dei fondi di investimento alternativi avrà un *forte impatto sull'operatività delle SGR italiane*, l'Associazione italiana del risparmio gestito ha istituito, il 27 novembre 2012, un'apposita *Task Force*, nella prospettiva di predisporre delle proposte funzionali all'adeguamento dell'ordinamento nazionale alla legislazione comunitaria.

Le trasformazioni introdotte dalla direttiva AIFMD rappresentano delle importanti opportunità, anche se, almeno con riferimento alla categoria dei fondi speculativi, sembra che le disposizioni fondamentali contenute nella Direttiva non siano molto distanti da quanto già oggi prescritto dalla disciplina nazionale. E anche i costi di adeguamento sembrerebbero per l'Italia inferiori a quanto necessario in altri Paesi UE, essendo il nostro sistema normativo e di vigilanza per molti versi, più rigoroso di quello che emerge dalla disciplina europea. Tuttavia, l'entrata in vigore del passaporto europeo potrebbe accentuare alcune lacune caratterizzanti il nostro ordinamento finanziario: è evidente, infatti, che in altri Stati membri il settore degli investimenti alternativi sia più sviluppato e che, quindi, tali Paesi possano trarre un maggiore beneficio dall'abolizione delle barriere normative alla commercializzazione dei FIA UE all'interno del mercato unico.

Volendo ricercare gli effetti che la direttiva AIMFD ha sul nostro ordinamento finanziario, va notato che essa *cambia radicalmente* sia lo *scenario operativo* che quello *competitivo* e trasformerà gli spazi tradizionalmente dedicati alla gestione del risparmio alternativo, comportando la *graduale scomparsa di piccoli operatori* e, conseguentemente, l'affermazione dei grandi operatori finanziari *che potranno usare il passaporto*.²⁶ una grande sfida si prospetta quindi per i gestori dei fondi.

²⁶ Cfr. ONADO, *La Direttiva 2011/61/UE e il Regolamento UE n. 231/2013*, Intervento al Convegno "L'attuazione in Italia della Direttiva AIFM- Impatto sui gestori di fondi di investimento alternativi e sulla rete distributiva", Grand Hotel et de Milan, Milano, 29 Maggio 2013.

Bibliografia

AA.VV., *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, in *Quaderni di Finanza della Consob*, 2011, n. 68.

ALBARELLI, *Risparmio gestito: innovare per competere*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 1, Dicembre 2012.

ALFIERI, *Tutti i vantaggi della strategia multi-assets*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 3, Marzo 2014.

ALESSANDRUCCI, *Assistenza sanitaria integrativa: CoLAP e Assidai siglano una convenzione per il 2014*, in *Il Sole 24 Ore*, 11 Febbraio 2014, Roma.

AMOROSINO, *La funzione amministrativa di vigilanza sulle banche del nuovo T.U. delle leggi in materia creditizia*, in *Le banche. Regole e mercati. Dopo il Testo Unico delle leggi creditizie*, a cura di Amorosino, Giuffrè, Milano, 1995.

AMOROSINO, *Profili pubblicistici della disciplina dell'attività di consulenza finanziaria*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa-Amorosino-Antonucci-Conte-Pellegrini-Sepe-Troiano, I, Cedam, Padova, 2010.

ANGELICI, *Azioni*, in AA.VV., *Le società di investimento a capitale variabile (Commento al d.lg. 25 gennaio 1992 n. 84)*, Collana quaderni di diritto commerciale europeo, a cura di Lener, Giappichelli, Torino, 1994.

ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 2^a ed., I, 2010.

ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Rivista delle Società*, f. 2, v. 45, 2000.

ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2014, 3^a ed..

ANSELMI, *Le società di investimento a capitale variabile. La "funzione" del capitale e la posizione del socio*, in AA. VV., *Studi sugli intermediari finanziari non bancari*, a cura di Rispoli Farina, Jovene, Napoli, 1998.

ANTONELLI, *Commento sub art. 35*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998.

ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Argomenti di Diritto degli Intermediari e dei Mercati Finanziari*, a cura di Belli-Corvese-Mazzini, Giappichelli, Torino, 2000.

ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in AA. VV., *La nuova normativa MIFID*, a cura di De Poli, Cedam, Padova, 2009.

ANZALDI, *Il recepimento delle linee guida ESMA su ETF e altri fondi armonizzati*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2013.

ARCELLI, *Fondi di investimento e risparmio gestito*, in *Economia italiana*, f. 1, 2000.

ARCUCCI, *La crisi italiana del risparmio gestito: analisi e linee di intervento*, in *Banche e banchieri*, n. 6, 2008.

ARMELLINI, *Promotori-consulenti, matrimonio possibile*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 3, Ottobre 2013.

ASSOGESTIONI, *AIFMD, una Task Force per valutare gli effetti e Eltifs, nascono i fondi europei a lungo termine*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 1, Ottobre 2013.

ASSOGESTIONI, *Il processo di adozione e le principali novità della disciplina UCITS IV e La direttiva AIFM e le nuove regole per i gestori di fondi alternativi*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2010.

ASSOGESTIONI, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, in *News Magazine del risparmio gestito. Focus Risparmio*, anno 2, n. 3, Marzo 2014.

ASSOGESTIONI, *L'Europa del gestito tra AIFMD e MIFID II*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 3, Luglio 2013.

ASSOGESTIONI, *La storia del risparmio*, in *Percorsi*, vol. 1, 2013.

ASSOGESTIONI, *Previdenza e fondi pensione aperti - L'assetto regolamentare*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2006.

ASSOGESTIONI, *Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti d'interesse*, 29 giugno 2010.

ASSOGESTIONI, *Task Force AIFMD, le proposte dell'Associazione*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 2, Aprile 2013.

ASSOGESTIONI, *Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, c.d. Direttiva AIFM*, Documento conclusivo.

ASSOGESTIONI, *Testo unico delle Disposizioni in materia di Mercati Finanziari. Un commento preliminare alla disciplina degli intermediari e dei mercati*, in *Quaderni di documentazione e ricerca*, n. 21, Roma, 1998.

ASTOLFI e TREZZI, *Promotori, Sgr e MIFID II: l'Italia è pronta!*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014.

ATZWANGER, *Alcune riflessioni sulla "funzione economica" dei fondi pensione e gli investimenti c.d. "locali"*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, f. 1, 2010.

BECHI, *L'impatto della Direttiva AIFM sulle società di private equity*, Intervento al Convegno "L'attuazione in Italia della Direttiva AIFM- Impatto sui gestori di fondi di investimento alternativi e sulla rete distributiva", Grand Hotel et de Milan, Milano, 29 Maggio 2013.

BELLI-BERLINGUER-CIRILLO, *Le società di investimento a capitale variabile, commento agli artt. 43-50 del Dlgs 58/1998, Il testo Unico della Finanza*, a cura di Belli, Mazzini e Tedeschi, Il Sole 24 Ore libri, Milano, 1998.

BENCINI e TABELLINI, *L'alternativa dei mini bond*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 Marzo 2014.

BEFFY, *Tutte le sfide del 2014*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 2, Dicembre 2013.

BELLUCCI, *Costruire e sviluppare Forme di Welfare Integrativo*, Intervento alla 3^a ed. del *Welfare Day "Scenari evolutivi per il Welfare Integrativo: Sanità, Previdenza ed Assistenza nel secondo pilastro"*, 4 Giugno 2013, Roma.

BELTRATTI, *Conoscere, capire, sperimentare*, in *Focus-Risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 2, Dicembre 2013.

BERIONNE, *Vigilanza informativa*, in AA. VV., *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, I, 2^a ed, 2001.

BESSONE, *Fondi pensione aperti. Le imprese autorizzate all'attività, il responsabile del fondo, la banca depositaria*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2001.

BESSONE, *Fondi pensione chiusi, fondi pensione aperti, regole e sistema delle forme organizzative*, in *Giustizia Civile*, II, 2002.

BIANCO e MARIANI, *Fondi pensione, investimenti di lungo periodo, classi di attività illiquide e infrastrutture*, in *Management delle utilities e delle infrastrutture*, v. 11, f. 3, 2013.

BNP Paribas REIM SGR p.A., *Processi di investimento e governance*, Intervento al Seminario Tecnico organizzato da Mefop "L'investimento immobiliare: un'opportunità per gli investitori previdenziali" del 10 Dicembre 2013, Roma.

BOERI, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

BOLOGNESI, *I limiti del risparmio gestito in Italia dalla prospettiva dei gestori*, in *Bancaria*, v. 65, f. 12, 2009.

BONN STEICHEN & PARTNERS, *I punti di forza del Lussemburgo*, in *I veicoli d'investimento in Lussemburgo*, Marzo 2014.

BOSCIA e DI CAGNO, *Delocalizzazione produttiva nel risparmio gestito e competitività del Sistema-Italia*, in *Mondo bancario*, , f. 2, 2002.

BRESCIA MORRA, *Le forme della vigilanza*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 2^a ed., 2010.

BRIGHI, LANDI e LUSIGNANI, *L'evoluzione del risparmio gestito nei principali sistemi finanziari*, in *Quaderni di Ricerche n. 49: "Verso un sistema bancario e finanziario europeo?"*, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari, Luigi Einaudi, 2003.

BUFI, *Promotori-consulenti, matrimonio possibile*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 3, Ottobre 2013.

CAMMARANO, *Delocalizzazione dell'industria del risparmio gestito, fiscalità e regolamentazione*, in *Discorso del Presidente durante l'Assemblea annuale Assogestioni: "L'Italia può rinunciare al risparmio gestito? Perché la politica non deve trascurare la finanza"*, 16 Marzo 2006.

CANDIAN, *Il fondo pensione aperto*, in AA. VV., *I fondi di previdenza e di assistenza complementare*, a cura di Iudica, Cedam, Padova, 1998.

CAPOLINO, *Le autorità*, in AA. VV., *Diritto delle Banche e degli Intermediari finanziari*, a cura di Galanti, Cedam, Padova, 2008.

CAPRIGLIONE, *Amministrazione e autoregolamentazione del mercato finanziario*, in *Rivista di diritto civile*, 1996, fasc. 1.

CAPRIGLIONE, *Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2006, I.

CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Cacucci, Bari, 2004.

CAPRIGLIONE, *Evoluzione della disciplina di settore*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, I, 2^a ed., 2010.

CAPRIGLIONE, *Finalità della supervisione ed articolazione dei controlli pubblici*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, I, 2^a ed., 2010.

CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari investitori mercati*, Cedam, Padova, 2009.

CAPRIGLIONE, *Intervento pubblico e ordinamento del credito*, Giuffrè, Milano, 1978.

CAPRIGLIONE, *Note introduttive alla disciplina delle s.i.m. e dell'organizzazione dei mercati finanziari*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia*, n. 25, 1991.

CAPUANO, *Il nuovo decreto sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione: prospettive e opportunità*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 28 Marzo 2014.

CAPUTI, *Il finanziamento dell'economia reale e il ruolo dei fondi pensione*, Intervento all'*Audizione presso la Commissione Parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza ed assistenza sociale - "Indagine conoscitiva sulle funzionalità del sistema previdenziale"*

pubblico e privato, alla luce della recente evoluzione normativa e organizzativa, anche con riferimento alla strutturazione della previdenza complementare”, Roma, 16 Aprile 2014.

CARACINO e MARGARIA, *La Responsabilità della banca depositaria alla luce della proposta di direttiva UCITS V - 2012/0168*, in *Diritto Bancario*, Novembre 2012.

CARNIOL, *Fondi sanitari: modelli gestionali e normativi per un welfare integrato. Welfare complementare e Assistenza sanitaria integrativa: problematiche, prospettive e operatività*, 26 Ottobre 2013.

CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Laterza, Bari, 1995.

CENGIA, *Introduzione alla AIFMD e al Regolamento EuVECA: ipotesi attuative, spunti e riflessioni*, Intervento al Seminario “*L’attuazione della Direttiva AIFM tra criticità e opportunità per il private equity*”, Milano, 13 Novembre 2013.

CHIONSINI e TRIFILIDIS, *Educazione finanziaria: l’utilità di una strategia unitaria*, in *Banche e Banchieri*, n. 5, 2010.

CIARAVOLO, *Commento sub art. 35*, in AA. VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, Padova, 1998.

CINQUE, *Commento sub art. 34*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell’intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998.

CIOCCA, *Le prestazioni*, in AA. VV., *La previdenza complementare. Art. 2123. Commentario al codice civile Schlesinger-Busnelli*, a cura di Cinelli, Giuffrè, Milano, 2010.

CLEMENTE, *Le società di gestione del risparmio (S.G.R.) alla luce del nuovo Testo Unico: il gestore unico nei gruppi bancari, assicurativi e finanziari*, in *Atti del Convegno Paradigma*, Febbraio 1998.

COLANTUONI, *Commento sub art. 42*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell’intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998.

COLICELLI, *Sanità pubblica, Sanità privata ed Assistenza Sanitaria integrativa*, Intervento alla 3^a ed. del *Welfare Day* su “*Scenari evolutivi per il Welfare Integrativo: Sanità, Previdenza ed Assistenza nel secondo pilastro*”, 4 Giugno 2013, Roma.

COLOMBO, *In Europa il multimanager si allarga al retail e Risparmio gestito: nelle banche si fa largo il multimanager*, in *Il Giornale della Banca e della Finanza*, v. 19, f. 4, 2007.

COLOMBO, *Risparmio gestito: la crescita del risparmio in Europa*, in *Il Giornale della Banca e della Finanza*, v. 19, f. 7/8, 2007.

COMANA, *Perché c’è bisogno di risparmio gestito*, in *Banche e banchieri*, 1993, f. 4.

CONFINDUSTRIA, *Minibond, Confindustria: “Potenziare fondo di garanzia per le Pmi”*, in *Il Sole 24 Ore*, 4 Marzo 2014.

CONSOB, *Memorandum d'Intesa, Tavolo di lavoro congiunto Consob- Assogestioni e altre associazioni del mercato finanziario*, Milano, 25 Marzo 2013.

CONSOB, *Progetto "Carta degli Investitori", Tavolo di lavoro congiunto Consob- Associazioni dei Consumatori*, 30 gennaio 2014.

CONSOB, *L'evoluzione del quadro di riferimento*, in *Relazione per l'anno 2012*, Roma, 31 Marzo 2013.

COSTI, *I fondi pensione nella prospettiva dei mercati finanziari e della finanza di impresa*, in AA. VV., *I fondi di previdenza e di assistenza complementare*, a cura di Iudica, Cedam, Padova, 1998.

COSTI, *Il mercato mobiliare*, in AA. VV., *Manuale di diritto commerciale*, a cura di Buonocore, Giappichelli, Torino, 1997.

COSTI, *L'ordinamento bancario*, Il Mulino, Bologna, 2007.

COSTI, *La gestione delle risorse dei fondi pensione*, in *Bancaria*, n. 10, 1996.

COSTI, *La seconda direttiva di coordinamento: i principi*, in AA. VV., *Le direttive della CEE in materia bancaria*, a cura di Cesarini e Scotti Camuzzi, Milano, 1991.

COVIP-Commissione di vigilanza sui fondi pensione, *Perché la previdenza complementare*, in *Guida introduttiva alla previdenza complementare*, Luglio 2013.

COURTOIS, *La Direttiva AIFMD in Lussemburgo un anno dopo*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014.

CURZIO, *Per ripartire investimenti e velocità nelle riforme*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 Aprile 2014.

D'AGOSTINO, *Consob scende in campo a tutela degli investitori*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 3, Marzo 2014.

D'AMBROSIO, *La gestione collettiva del risparmio*, in AA.VV., *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di Amorosino e Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 2004.

D'APICE, *Fondi comuni d'investimento alternativi e finanziamento alle imprese: tra vincoli e opportunità*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

D'APICE, *La direttiva AIFMD: a che punto siamo*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2011.

D'APICE, *La Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della direttiva AIFM e Le iniziative della Commissione europea sui fondi d'investimento a lungo-termine*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2012.

D'APICE, *Revisione della Mifid: quale servizio potrà essere definito "indipendente" per legge?*, in *La Finanza Indipendente*, n. 17, 20 Dicembre 2011.

D'APICE e PETRONZIO, *Il side pocket e altre misure anti-crisi per i fondi speculativi italiani*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2009.

D'ARCA, *Adesso via libera ai PIR*, in *Advisor*, Luglio 2013.

DARGNAT, *EFAMA spinge sugli investimenti a lungo termine*, in *Focus-Risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 2, Dicembre 2013.

DARGNAT, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

DE MARI, *La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi*, in *Dir. Banc. e merc. Fin.*, 2008, I.

DE VIDO, *Fondi comuni di investimento alternativi e finanziamento alle imprese: tra vincoli e opportunità*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

DEL PRATO, *Inquadramento privatistico dei fondi pensione*, in AA. VV., *La previdenza complementare. Art. 2123. Commentario al codice civile Schlesinger-Busnelli*, a cura di Cinelli, Giuffrè, Milano, 2010.

DEL VECCHIO e RIVA, *Le forme integrative di assistenza sanitaria e socio-sanitaria in Italia: evoluzioni e prospettive*, in *L'assistenza primaria in Italia dalle condotte mediche al lavoro di squadra, Proposta del GISAP (Gruppo Indipendente per lo studio dell'assistenza primaria)*, a cura di Guzzanti, Edizioni Iniziative Sanitarie, Roma, 2009.

DELLA CROCE, *Trends in Large Pension Fund Investment in Infrastructure, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, n. 29, OECD Publishing, Novembre 2012.

DESIDERIO, *I fondi pensione. Profili giuspubblicistici*, in *I fondi pensione. Problemi e prospettive*, a cura di Manghetti, Giuffrè, Milano, 1997.

DI CAPUA, *La rappresentanza delle minoranze: corporate governance e attività delle SGR nel 2012*, in *Guida italiana al risparmio gestito*, Assogestioni, Factbook, 2012.

DI GIORGIO, *Il risparmio gestito: le tendenze internazionali e le evoluzioni nel settore domestico*, in *Banche e banchieri*, n. 6, 2003.

DI PATRIZI, *Tutti i vantaggi della strategia multi-assets*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 3, Marzo 2014.

DI TANNO, *La titolarizzazione del TFR per alimentare i fondi pensione*, in *Giurisprudenza Commerciale*, v. 26, f. 4, p. 1, 1999.

- DI VICO, *Il Welfare dei privati che sostituisce lo Stato*, in *Corriere della Sera*, 15 Giugno 2010.
- DIRINDIN, *Il Libro bianco sul nuovo welfare*, in *Politiche sanitarie*, v. 10, 2009.
- DOSSIER-*Risparmio gestito: i punti critici per la distribuzione*, in *Il Giornale della Banca e della Finanza*, v. 20, f. 4, 2008.
- DRAGHI, *Audizione avanti la Commissione Finanze della Camera dei Deputati in data 10 dicembre 1997*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1997.
- EINAUDI, *Miti e paradossi della giustizia tributaria*, Einaudi, 1965.
- ENRIQUES-VELLA, *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in AA.VV., *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, a cura di Banfi e Di Battista, Il Mulino, Bologna, 1998.
- FERRARI, *L'Europa del gestito tra AIFMD e MIFID 2*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 3, Luglio 2013.
- FERRARIS DI CELLE e SZEGO, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, Padova, 1998.
- FERRERA, *Secondo Welfare: perché? Una introduzione*, in *Primo rapporto sul Secondo Welfare in Italia*, a cura di Maino e Ferrera, Centro di Ricerca e Documentazione Luigi Einaudi, Novembre 2013.
- FINOCCHIARO, *Previdenza e trasparenza*, Intervento al Convegno su *Mercati finanziari, risparmio e trasparenza*, 19 Ottobre 2012, Bologna.
- FIRPO e LANDI, *Minibond: novità per stimolare la crescita delle Pmi*, Intervento al Convegno realizzato da Confindustria Modena, in collaborazione con Unindustria Bologna e Unindustria Reggio Emilia, 29 Gennaio 2014.
- FONDACO-Società di gestione del risparmio S.p.A., *Investimenti in infrastrutture italiane. Un supporto al sistema Paese attraverso l'impiego strategico di risorse degli investitori previdenziali*, Intervento al Seminario tecnico organizzato da Mefop "Finanziare la crescita del Paese: quali opportunità per il portafoglio degli investitori previdenziali" del 30 Ottobre 2013, Roma.
- FONDAZIONE CENSIS, *I Fondi Sanitari Integrativi: il punto di vista degli italiani e Le potenzialità della sanità integrativa e i vincoli al suo decollo*, in *Il ruolo della sanità integrativa nel servizio sanitario nazionale-Sintesi dei principali risultati*, 4 Giugno 2013, Roma.
- GAGGERO, *Commento sub. art. 17 d. lgs. n. 415/1996*, in AA. VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 1997.
- GANDOLFI, *Legge bancaria e Costituzione. Premesse ad un corso di diritto privato bancario*, in *Giurisprudenza Italiana*, IV, 1975.
- GELMETTI, *Ambiti di intervento dei fondi sanitari integrativi*, in *Enti non profit*, v. 10, f. 8/9, 2008.

GENTILI, *Le Sicav eterogestite di diritto italiano: una nuova opportunità?*, in *Bancaria*, v. 62, f. 4, 2006.

GENTILI-MASTRANGELO, *Il mercato Lussemburghese delle Sicav: tendenze e prospettive*, in *Bancaria*, v. 63, f. 1, 2007.

GHIELMI, *La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Rivista online di Diritto Bancario*, Aprile 2012.

GIANGRANDE, *Risparmio gestito: innovare per competere*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 1, Dicembre 2012.

GIORDANO, *Quali prospettive per il risparmio gestito dopo la crisi?*, in *L'industria del risparmio in Italia dopo la crisi*, Bancaria, Roma, 2010.

GIRINO, *Fondi comuni e SICAV. Quali differenze?*, in *Amministrazione e finanza*, n. 11, 1995.

GIULIANI, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

GIURO, *Fondi pensione e gestioni alternative*, in *Diritto e Pratica del Lavoro*, v. 25, f. 6, 2008.

GIURO, *Fondi pensione negoziali: rapporto annuale*, in *Diritto e Pratica del Lavoro*, v. 29, f. 4, 2012.

GIURO, *Governance dei fondi pensione*, in *Diritto e pratica del lavoro*, v. 27, f. 43, 2010.

GIURO, *I molteplici ruoli dei fondi pensione*, in *Diritto e Pratica del Lavoro*, v. 26, f. 40, 2009.

GRECO, *Greco sull'industria del risparmio*, in *Il Sole 24 Ore-Video Finanza e Mercati*.

GUARINO e TONIOLO, *La Banca d'Italia e il sistema bancario 1919-1936*, Laterza, Bari.

GUFFANTI, *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Le Società*, n. 10, 2011.

GUSTANI, *Finanziare le infrastrutture: l'evolversi dei ruoli di banche e fondi pensione/assicurativi*, in *Management delle utilities: la rivista di economia e gestione dei servizi pubblici*, v. 11, f. 2, 2013.

HEHN, *Exchange Traded Funds. Structure, Regulation and Application of a New Fund Class*, Springer, Berlin-Heidelberg, 2005.

IMMACOLATO e MORETTI, *L'introduzione dell'aliquota unica e La riforma della tassazione dei fondi italiani*, in *Guida italiana al risparmio gestito*, Assogestioni, Factbook, 2011.

IMMACOLATO, VOZZI e STEFANIN, *La Direttiva AIFM e la proposta di Regolamento ELTIF: quali ricadute fiscali per il settore del risparmio gestito?*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014.

IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Laterza, Bari, 1998.

KAHNEMAN e TVERSKY, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, 1979, 47.

KPMG Advisory S.p.A, *Risparmio gestito in Italia: trend ed evoluzione dei modelli di business*, in *kpmg.com/it*, 2012.

LA VECCHIA, *Commento all'art. 43: la SICAV multicomparto e il D.Lgs. 84/92*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998.

LABATE e TARDIOLA, *La sanità integrativa in Italia*, in *La Sanità in Italia. Organizzazione, governo, regolazione, mercato*, a cura di De Vincenti, Finocchi Ghersi e Tardiola, Il Mulino, Bologna, 2011.

LAPOLLA, *Il Risparmio Gestito italiano: analisi del mercato e aggiornamento normativo*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014.

LEMMA, *Autonomia dei fondi di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2011.

LEMMA, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, Cacucci, Bari, 2006.

LEMMA, *Le società di gestione del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, I, 2^a ed., 2010.

LENER, *La circolazione del modello del "trust" nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Rivista delle Società*, 1989, II.

LENER, *Gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari nel diritto comunitario*, in *Foro italiano*, 1989, IV.

LENER, *Il conflitto di interesse nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, a cura di Granelli e Stella, Giuffrè - Quaderni di Giurisprudenza commerciale, n. 304, Milano, 2007.

LENER, *Nascono le SICAV*, in *Le Società*, v. 11, f. 4, 1992.

LENER, *Premessa*, in AA.VV., *Le società di investimento a capitale variabile (Commento al d.lg. 25 gennaio 1992 n. 84)*, Collana quaderni di diritto commerciale europeo, a cura di Lener, Giappichelli, Torino, 1994.

LENER-GALANTE, *D.LGS. 58/98. Prime riflessioni sulle società di gestione del risparmio*, in *Le Società*, n. 5, 1998.

LODI, *Fondi sanitari complementari e lavoro a progetto*, in *Diritto e pratica del lavoro*, v. 30, f. 9, 2013.

LODDI, BIANCHI e MIELE, *Gli Exchange Traded Funds in Italia*, in *Bancaria*, v. 67, f. 1, 2011.

LOMBARDO, *Economie mondiali: cambiare per crescere*, in *Investire in Fondi*, anno 12, Febbraio 2014.

LOMBARDO, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

LOMBARDO, *Le sfide per gestori e banche: "Mettere il risparmiatore al centro"*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 1, Dicembre 2012.

LOSER, *Il risparmio si costruisce con la previdenza*, in *News Magazine del risparmio gestito. Focus Risparmio*, Anno 2, Num. 3, Marzo 2014.

LUCIANO, *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Contratto e Impresa/Europa*, a cura di Galanti e Bin, v. 16, f. 2, Luglio-Dicembre 2011.

MAFFEI e SPIRITI, *La revisione della direttiva IORP e la creazione di un mercato unico europeo per i prodotti pensionistici individuali*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2006.

MAFFEI e SPIRITI, *Lo Schema esemplificativo per la redazione del documento sulla politica di investimento*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2012.

MAGNONI, *Commento all'art. 24*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commento al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998.

MAIJOOR, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

MANCA, *Investire nel lungo termine. Risparmio gestito, un ponte per il futuro*, Intervento al Salone del Risparmio, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 26 Marzo 2014.

MARCHETTI, *Appunti sulle SICAV*, Intervento al Convegno organizzato da Assogestioni a Milano il 13 Febbraio 1992, in *Rivista delle Società*, f. 5, 1992.

MARCHETTI, *La fiscalità della previdenza complementare: stato dell'arte e possibili scenari futuri*, Intervento al Seminario "La Fiscalità come volano del risparmio previdenziale: analisi, prospettive di riforma e criticità applicative", Roma, 9 Aprile 2014.

MARE', *La tassazione dei fondi pensione: ragioni e modalità*, Intervento al Seminario "La Fiscalità come volano del risparmio previdenziale: analisi, prospettive di riforma e criticità applicative", Roma, 9 Aprile 2014.

MARZOVILLO, *Commento all'art. 49*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998.

MASCIANDARO, *Più coraggio contro la finanza tossica*, in *Il Sole 24 Ore- Finanza e mercati*, 16 Marzo 2013.

MASTROBUONO, *Le forme integrative di assistenza sanitaria e sociosanitaria: programma di interventi per lo sviluppo*, Intervento al corso di “*Management dei Fondi Sanitari Integrativi*” presso la Luiss Business School, Roma, 2011.

MASTROBUONO, *Il sistema sanitario nazionale e i fondi sanitari e sociosanitari integrativi: ipotesi e prospettive di riforma*, Intervento alla 3^a ed. del *Welfare Day “Scenari evolutivi per il Welfare Integrativo: Sanità, Previdenza ed Assistenza nel secondo pilastro”*, 4 Giugno 2013, Roma.

MASTROBUONO e GUZZANTI, *Il finanziamento delle attività e delle prestazioni sanitarie. Il ruolo delle forme integrative di assistenza*, Il Pensiero Scientifico Editore, Roma, 1999.

MASTROMATTEO, *Fondi Integrativi di assistenza sanitaria*, in *Contabilità finanza e controllo*, v. 33, f. 1, 2010.

MEIANI, RIZZI, SABATINI, *The new Alternative Investment Fund Managers Directive*, in *Bancaria*, v. 70, f. 1, 2014.

MENCHINI, *Comunicazione*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni*, Factbook 2010.

MENCHINI e DI CAPUA, *La rappresentanza delle minoranze: corporate governance e attività delle SGR nel 2013*, in *Guida italiana al risparmio gestito*, Assogestioni, Factbook, 2013.

MERUSI, *Commento sub art. 47 Cost.*, in AA.VV., *Codice Commentato della banca*, Giuffrè, Milano, 1990.

MESSORI, *I problemi del settore italiano del risparmio gestito*, in *Assogestioni Working Paper*, Luglio 2008, n. 4.

MEZZACAPO, *Commento sub art. 43*, in AA.VV., *Codice commentato della banca. Disciplina generale*, a cura di Capriglione e Mezzacapo, Giuffrè, Milano, 1990.

MICOCCI, CONCAS e MAGNONI, *Fisco e Fondi Sanitari*, in *Dirigenza Bancaria*, v. 35, f. 151, 2011.

MICOCCI, CONCAS e MAGNONI, *Prestazioni, rendimenti e fiscalità nei Fondi Sanitari*, in *Dirigenza Bancaria*, v. 35, f. 152, 2011.

MICOCCI e LIKA, *Criteri e limiti agli investimenti dei Fondi pensione*, in *Dirigenza Bancaria*, n. 158, 2012.

MILETTI, *Commento all'art. 45*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998.

MILETTI, *Le azioni della SICAV: caratteristiche*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998.

MOIRAGHI, *Conclusione dei lavori*, Intervento al Seminario “*La Fiscalità come volano del risparmio previdenziale: analisi, prospettive di riforma e criticità applicative*”, Roma, 9 Aprile 2014.

MONACI, *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 2007.

MONACI, *Le società di gestione del risparmio (Sgr)*, in *Argomenti di Diritto degli Intermediari e dei Mercati Finanziari*, a cura di Belli-Corvese-Mazzini, Giappichelli, Torino, 2000.

MORASSUT, *Il risparmio gestito italiano: analisi del mercato e aggiornamento normativo*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale “L. Bocconi”, Milano, 27 Marzo 2014.

NOERA, *Dieci anni: un grande traguardo. La definizione normativa disegna una figura diversa dalle attuali*, in *La Finanza Indipendente*, n. 17, anno IV.

OLIVER WYMAN & OECD, *Pension funds Investment in infrastructure: a survey*, 2011.

OLIVIERI, *Amministrazione, finanza e controllo di gestione dei fondi di assistenza sanitaria integrativa*, Intervento al corso di “*Management dei Fondi Sanitari Integrativi*” presso la Luiss Business School, Roma, 16 Aprile 2011.

ONADO, *Il risparmio gestito. Strategie, organizzazione e performance in Italia e in Europa*, Bancaria, Roma, 2004.

ONADO, *Il risparmio gestito in Italia: caratteristiche generali e problemi di regolamentazione: n. 21*, in *Quaderni di Finanza della Consob*, 1997.

ONADO, *La Direttiva 2011/61/UE e il Regolamento UE n. 231/2013*, Intervento al Convegno “*L'attuazione in Italia della Direttiva AIFM- Impatto sui gestori di fondi di investimento alternativi e sulla rete distributiva*”, Grand Hotel et de Milan, Milano, 29 Maggio 2013.

ONADO, *Le banche e la gestione dl risparmio*, in *Banche e banchieri*, 2004, v. 31, f. 1.

OPPO, *Commento sub art. 41 cost.*, in AA.VV., *Codice commentato della banca*, a cura di Capriglione e Mezzacapo, Giuffrè, Milano, 1990.

ORTOLANI, *La comunicazione nella previdenza complementare: profili di analisi*, in *La centralità della comunicazione nella previdenza complementare*, Quaderni tematici della Covip, n. 2, Atti del Convegno, 17 Settembre 2003, Bologna.

PACE, *La previdenza complementare in Italia alla luce della nuova normativa*, in *Le prospettive di sviluppo nei fondi pensione in Italia*, a cura di Gabrielli e Lanzoni, Egea, Milano, 1994.

PACI, *Imprese di Assicurazione e fondi sanitari integrativi*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, f. 2, 2011.

PAGNI, *I minibond: sostegno alle PMI e opportunità di investimento*, Intervento al Seminario Tecnico organizzato da Mefop “*Finanziare la crescita del Paese: quali opportunità per il portafoglio degli investitori previdenziali*” del 30 Ottobre 2013, Roma.

PALLINI, *Commento all'artt. 43, 44 e 48*, in AA. VV., *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998.

PALLINI, *Le società di investimento a capitale variabile: il capitale e le azioni*, in AA. VV., *Il DIRITTO del mercato mobiliare: soggetti, attività, strumenti, controlli*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1997.

PAMMOLLI e SALERNO, *L'integrazione pubblico-privato nel finanziamento della sanità e dell'assistenza alla persona: una ricostruzione del quadro normativo per gli strumenti di copertura privati e alcuni suggerimenti per la sua definizione a regime*, in *Quaderno Cerm*, n. 3, 2010.

PANE, *La direttiva AIFM e l'impatto sul private equity in Italia*, in *Diritto 24*, 30 Novembre 2011.

PANERI, *I fondi sanitari integrativi*, in *Manuale di diritto sanitario*, a cura di Balduzzi e Carpani, Il Mulino, 2013.

PANETTA, *Un sistema finanziario per la crescita*, in *Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Fabio Panetta*, Milano, 27 Gennaio 2014.

PAPINI, *Guardare al lungo periodo con il multi-asset*, in *Focus-Risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 2, Dicembre 2013.

PARACAMPO, *Le società di consulenza finanziaria: una disciplina in itinere*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa-Amorosino-Antonucci-Conte-Pellegrini-Sepe-Troiano, Cedam, Padova, 2010.

PATRIARCA, *Una nuova società di diritto speciale: la SICAV*, in *Banche e banchieri*, v. 20, f. 5, 1993.

PATRONI GRIFFI, *Riflessioni sulla seconda direttiva comunitaria*, in *Banche impresa società*, f. 3, 1991.

PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 2010, II, 2^a ed..

PELLEGRINI, *Le regole di condotta dagli intermediari finanziari*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, II, 2^a ed..

PELLEGRINI, *Regole di comportamento e responsabilità degli intermediari*, in AA.VV., *I contratti dei risparmiatori*, a cura di CAPRIGLIONE, Giuffrè, Milano, 2013

PELLEGRINO, *La politica sanitaria in Italia: dalla riforma legislativa alla riforma costituzionale*, Working Paper n. 62, Dicembre 2005.

PERFETTI, *Commento sub. art. 107*, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, Cedam, Padova, 2012.

PESSI, *Intervento alla Cerimonia di chiusura della VII edizione del Master PrevComp*, 9 Aprile 2014, Roma.

PETERLINI, *Le nuove pensioni: esperienze e strategie per uscire dalla crisi previdenziale*, Franco Angeli, Milano, 2003.

PICKERING, *Semplificare per migliorare le pensioni*, in *La Previdenza Privata nella stagione delle incertezze: le proposte di riforma nel Regno Unito*, Quaderni tematici della Covip, n. 3.

PLACANICA, *Il regolamento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 in materia di risparmio gestito. Principali novità*, in *Mondo bancario*, Nov-Dic 2005, f. 6.

PICCONI, *L'impatto dell'euro sulle tecniche di investimento del risparmio gestito*, in *Banche e banchieri*, vol. 25, f. 3, 1998.

PONTOLILLO, *Globalizzazione, finanza ed etica*, Lezione tenuta all'Almo Collegio Borromeo, Università degli Studi di Pavia, 13 Novembre 2003.

PORZIO, *Autonomia ed eteronomia nella gestione dell'impresa bancaria*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1990.

PROCOPIO, *Trattamento tributario dei contributi versati ai fondi sanitari*, in *Diritto e pratica tributaria*, v. 83, f. 2, p. 1, 2012.

QUIRICI, *Il mercato mobiliare. L'evoluzione strutturale e normativa*, Franco Angeli, Milano, 2010.

RABITTI BEDOGNI, *Commento sub artt. 33 e 34*, in AA. VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, Padova, 1998.

RABITTI BEDOGNI, *Dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza*, in *L'attuazione della MIFID in Italia*, a cura D'Apice, Il Mulino, Bologna, 2010.

RECINE, *La gestione collettiva del risparmio*, in *Il Testo Unico dei mercati finanziari*, a cura di Lacaita e Napoleoni, Giuffrè, Milano, 1998.

RENZULLI e TUCCI, *I fondi comuni di investimento*, in *Diritto del mercato finanziario*, a cura di Lener, Utet Giuridica, 2011.

RICHTER, *La governance delle società di gestione del risparmio*, Intervento al Convegno "La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID. Un confronto tra economisti e giuristi", tenutosi nella Università degli studi di Verona il 23 giugno 2008.

ROCCO, *Fondi pensione preesistenti: processo di adeguamento*, in *Diritto e Pratica del Lavoro*, v. 29, f. 15, 2012.

ROCCO, *Investimenti dei fondi pensione e conflitti d'interesse*, in *Diritto e Pratica del Lavoro*, v. 29, f. 31, 2012.

RONCHETTI, *Nel 2014 liquidità "privata" per le PMI*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 Gennaio 2014.

ROSATI, *Audizione del Funzionario generale della Consob nel corso dell'Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2005.

ROSSANO, *Le "tecniche cognitive" nei contratti di intermediazione finanziaria*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2011.

ROSSI, *Il gioco delle regole*, Adelphi, Milano, 2006.

ROSSI, *Le società di investimento a capitale variabile: nuove opportunità nel settore del risparmio gestito*, in *Rivista Milanese dell'Economia*, f. 42, 1992.

ROTA, *L'anno record dell'industria*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 2, n. 3, Marzo 2014.

ROTA, *L'incentivazione del risparmio a lungo termine*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 0, Settembre 2012.

ROTA, *La propensione al risparmio delle famiglie italiane*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 2, Aprile 2013.

ROTA, *Il mercato del risparmio gestito nel 2013*, in *Guida italiana al risparmio gestito-Assogestioni, Factbook 2013*.

ROTA, *Risparmio gestito "sotto la lente": analisi dei flussi di raccolta del 2011*, in *Newsletter del Salone del risparmio*, 7 Febbraio 2012.

RUBINO, *La contrattazione di primo livello*, in AA. VV., *L'alternativa al pubblico? Le forme organizzate di finanziamento privato nel welfare sociale*, a cura di Gori, Franco Angeli, 1^a ed., 2012.

RUGGIERO, *Il nuovo decreto sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione: prospettive e opportunità*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 28 Marzo 2014.

RUSSO, *Il risparmio gestito italiano: analisi del mercato e aggiornamento normativo*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Milano, 27 Marzo 2014.

SACCONI, *Presentazione*, in “*Libro Bianco sul futuro del modello sociale - La vita buona nella società attiva*” del Ministero del Lavoro, della Salute e delle Politiche Sociali, Maggio 2009.

SALERNO, *Fondi pensione “negoziali”*: costituzione, gestione e vigilanza, Giuffrè, Milano, 2002.

SANTINI, *Prevenzione e contrasto del riciclaggio nel mercato globale*, Intervento nell’ambito del Forum Annuale su *Il controllo dei mercati finanziari*, Roma, 22 maggio 2001.

SAPIENZA, CAIAZZO DONNINI PAPPALARDO, *La Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (AIFMD): impianto normativo e impatto per l’industria italiana dei fondi*, in *Diritto Bancario- Approfondimenti*, Giugno 2013.

SARTI, *Fondi pensione. Passato, presente, futuro*, Franco Angeli, Collana La Società, Milano, 2007.

SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004.

SCIARRONE, *Il servizio di “consulenza in materia di investimenti”*: profili ricostruttivi di una nuova fattispecie, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa-Amorosino-Antonucci-Conte-Pellegrini-Sepe-Troiano, I, Cedam, Padova, 2010.

SCIPIONE, *Servizi di investimento e banche. Il regime delle autorizzazioni alla luce della MIFID*, in *Innovazione e Diritto*, 2009.

SELLA, *Tra Fondi “hedge” e Sicav*, in *La Repubblica-Affari&Finanza*, 18 Ottobre 2004.

SEPE, *Il risparmio gestito*, Cacucci Editore, Bari, 2000.

SINISCALCO, *Fiducia*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 2, Aprile 2013.

SINISCALCO, Intervento all’*Assemblea annuale di Assogestioni*, Milano, 4 Aprile 2012.

SINISCALCO, Intervento all’*Audizione presso la 6° Commissione del Senato della Repubblica*, 13 Ottobre 2011.

SODA, *Commento all’art. 33*, in *Il testo unico dell’intermediazione finanziaria. Commento al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998.

SOLLIMA, *Il risparmio gestito italiano: analisi del mercato e aggiornamento normativo*, Intervento al *Salone del Risparmio*, Centro Congressi dell’Università Commerciale “L. Bocconi”, Milano, 27 Marzo 2014.

SRAFFA, *The Bank Crisis in Italy*, in *Economic Journal*, 22 Giugno, 1922.

TAGI, *Il risparmio gestito tra economie di scala e marketing*, in *Banche e banchieri*, 1999, v. 26, f. 3.

TAIS, *Introduzione*, in *Come cambia la tutela previdenziale: i giovani e la previdenza complementare*, Quaderni tematici della Covip, n. 4, Atti del Convegno, 17 Settembre 2003, Bologna.

TARELLI, *Indagine conoscitiva sulla funzionalità del sistema previdenziale pubblico e privato alla luce della recente evoluzione normativa e organizzativa, anche con riferimento alla strutturazione della previdenza complementare*, Audizione del Presidente della Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione Rino Tarelli, Roma, 2 Aprile 2014.

TARELLI, *Intervento alla Cerimonia di chiusura della VII edizione del Master PrevComp*, 9 Aprile 2014, Roma.

TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in AA. VV., *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi-Sandulli-Santoro, Torino, Giappichelli, 1999.

TOSATO, *In attesa della Mifid*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 3, Luglio 2013.

TREQUATTRINI, *Le finalità della vigilanza informativa*, in AA. VV., *La nuova legge bancaria*, a cura di Ferro-Luzzi e Castaldi, Giuffrè, Milano, 1996.

TROIANO, *Le clausole di equivalenza nella regolazione finanziaria comunitaria*, in AA. VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa-Amorosino-Antonucci-Conte-Pellegrini-Sepe-Troiano, I, Cedam, Padova, 2010.

TURNO, *Sanità Privata, partono i fondi integrativi del Ssn*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 Novembre 2009.

TURNO, *Sanità, scenari e prospettive*, in *Il Futuro del Servizio Sanitario in Europa e in Italia-I Report di Economist e Ceis Tor Vergata*, *Il Sole 24 Ore Sanità*, Allegato al n. 40, 30 Ottobre-5 Novembre 2012.

VECCHIETTI, *Il Servizio Sanitario Nazionale e l'Assistenza Sanitaria Integrativa: prospettive e sfide per il futuro*, *Intervento alla 2^a ed. del Welfare Day "Il ruolo dei Fondi Sanitari Integrativi nel sistema di welfare contrattuale tra integrazione, sostituzione e complementarità"*, 5 Giugno 2012, Roma.

VEGAS, *Le questioni in corso e le linee di indirizzo*, in *Relazione per l'anno 2012*, Consob, Roma, 31 Marzo 2013.

VISCO, *Economia e finanza dopo la crisi*, Conferenza a classi Riunite del Governatore della Banca d'Italia presso l'Accademia nazionale dei Lincei, Roma, 8 Marzo 2013.

VIVIANI, *Risparmio gestito: innovare per competere*, in *Focus-Il salone del risparmio. News magazine del risparmio gestito*, anno 1, n. 1, Dicembre 2012.

ZUCHELLI, *La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi ed il suo recepimento*, *Intervento presso la LUISS Guido Carli*, Roma, 5 Dicembre 2013.