



ODG 1. Relazione del Presidente



Sommario

1. Il mercato del risparmio gestito nel 2015.....	6
1.1 Le gestioni di portafoglio.....	6
1.2 I fondi aperti	7
1.3 I fondi chiusi immobiliari.....	10
2. L'evoluzione del quadro normativo nazionale	11
2.1 Recepimento della direttiva 2011/61/UE (AIFMD).....	11
2.2 Comunicazione CONSOB sui prodotti finanziari complessi	12
2.3 <i>Workshop</i> sui fondi di credito e fondi di minibond	12
2.4 SEPA - Migrazione del RID finanziario e del RID ad importo fisso	13
2.5 Recepimento della direttiva 2013/36/UE (CRD IV)	13
2.6 Recepimento della direttiva 2014/59/UE (BRRD)	13
2.7 Recepimento della direttiva 2013/50/UE (<i>Transparency</i>).....	14
2.8 Segnalazioni di vigilanza previste dalla disciplina AIFMD	15
2.9 Normativa antiriciclaggio.....	15
3. L'evoluzione del quadro normativo europeo	18
3.1 Definizione delle misure di livello 2 della direttiva 2014/65/UE (MiFID II) ..	18
3.2 Direttiva 2014/91/UE (UCITS V) e ulteriori profili	18
3.3 Regolamento (UE) n. 760/2015 (ELTIF).....	19
3.4 Regolamento (UE) n. 1286/2014 (PRIIPs).....	19
3.5 Regolamento <i>Benchmark</i> (BR).....	20
3.6 Regolamento <i>Securities Financial Transactions</i> (SFTR).....	21
3.7 Direttiva 2011/61/UE (AIFMD) – Documento di discussione relativo alla segregazione di attività	21
3.8 Il progetto di <i>Capital Markets Union</i> (CMU)	22
4. I principali dossier fiscali	23



5. Previdenza complementare	24
6. Autoregolamentazione	27
6.1 Linee Guida in materia di incentivi	27
6.2 Schema di “Documento di informazione” per i partecipanti a OICVM o a FIA aperti coinvolti in una operazione di fusione tra fondi non comunitaria.....	27
6.3 Revisione del Protocollo di Autonomia	27
6.4 Revisione del Codice di Comportamento ai sensi del d. lgs. 231/01	28
6.5 Linee Guida per valutazione dei beni in cui investono i FIA immobiliari.....	28
6.6 Principi italiani di <i>Stewardship</i>	29
6.7 Standardizzazione delle prassi operative	29
6.8 Finanza sostenibile.....	30
7. <i>Corporate governance</i>	31
8. Comunicazione ed educazione finanziaria	32
9. Considerazioni conclusive	33





Gentili associate, gentili associati,

nel 2015 per il terzo anno consecutivo la nostra industria ha messo a segno risultati di particolare rilievo. La raccolta netta complessiva si è infatti ulteriormente accresciuta al punto da raggiungere nell'arco dei dodici mesi quota 142 miliardi di euro.

Si tratta di un livello secondo solamente a quello registrato nell'anno *boom* dei fondi comuni (1998) e il cui rilievo è accresciuto dalla circostanza che esso è stato raggiunto nonostante un contesto di mercato poco favorevole, in particolare nella seconda parte dell'anno.

Il patrimonio gestito si è portato su valori mai toccati nel corso della più che trentennale storia del mercato italiano del risparmio gestito: alla fine del 2015 esso sfiorava, infatti, i 1.835 miliardi di euro, facendo segnare un incremento su base annua superiore al 12%¹.

Le statistiche più recenti, relative alla fine di gennaio, confermano che il patrimonio gestito si attesta a 1.814 miliardi. Si tratta di una cifra pari al 118% del PIL annuale italiano ed equivalente al 45% del totale delle attività finanziarie detenute dalle famiglie.

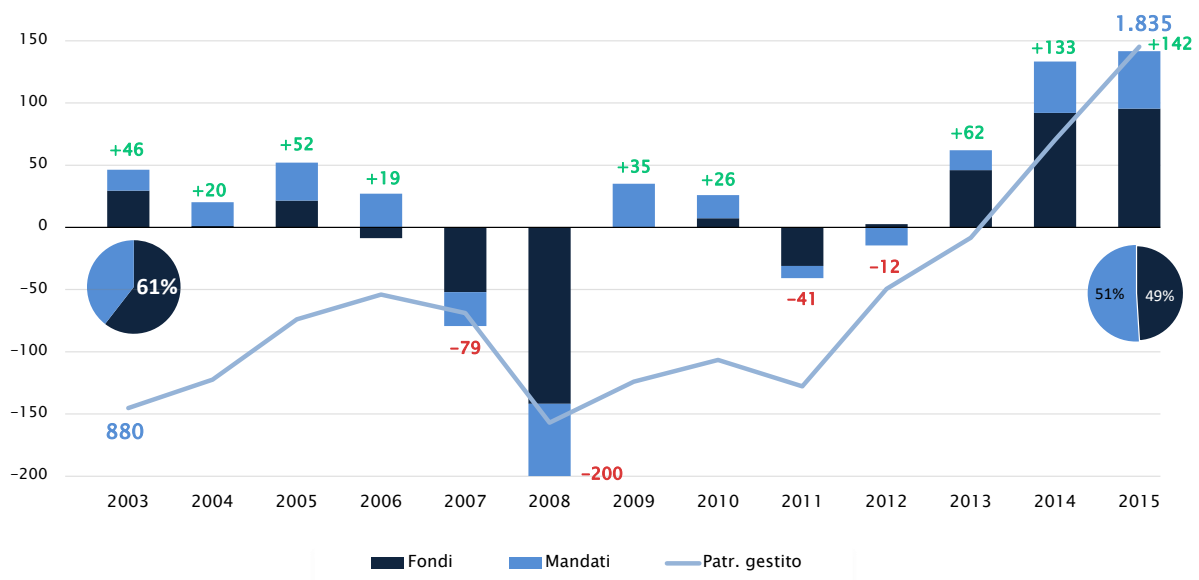


Figura 1. Patrimonio gestito e raccolta (miliardi di euro) suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anni 2003-2015.

¹ Dato calcolato al netto dell'ingresso del gruppo BlackRock nelle segnalazioni statistiche dell'Associazione avvenuto nella seconda parte dell'anno.

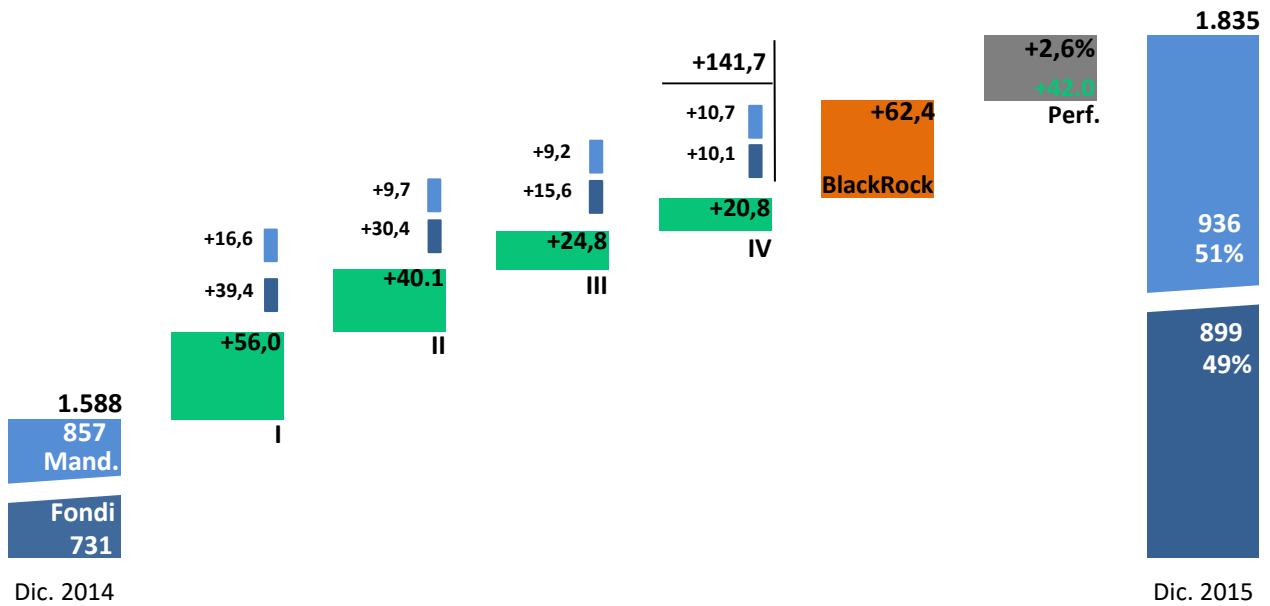


Figura 2. Patrimonio gestito, raccolta netta trimestrale (miliardi di euro) ed effetto *performance* suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anni 2014-2015.

1. Il mercato del risparmio gestito nel 2015

La ripartizione del patrimonio gestito per tipologia di prodotto vede la sostanziale parità tra i servizi di gestione di portafoglio su base discrezionale (mandati conferiti da clienti istituzionali e *retail*, rispettivamente il 44% e il 7% del totale) e i prodotti di gestione collettiva (fondi comuni aperti e chiusi, rispettivamente il 46% e il 3% del totale).

1.1 Le gestioni di portafoglio

Nel corso degli ultimi dodici anni l'incidenza dei mandati sul patrimonio complessivamente gestito dalla nostra industria si è progressivamente portata dal 40% della fine del 2003 al 51% della fine del 2015, equivalente a 936 miliardi di euro.

Nel mercato dei servizi di gestione di portafoglio, quelli dedicati alle compagnie di assicurazione rappresentano la parte più rilevante (68%). Nel complesso queste affidano alle SGR la gestione di attivi relativi a polizze tradizionali e *linked* per un ammontare di 640 miliardi.

I mandati conferiti dalle forme di previdenza ammontano a 81 miliardi di euro, pari al 9% del totale delle gestioni di portafoglio e al 40% circa del mercato potenziale. Le dimensioni relativamente modeste di questo segmento, che pure nel 2015 ha raccolto nuovo risparmio per più di 3 miliardi, sono da attribuire al noto insufficiente sviluppo del risparmio previdenziale nel nostro Paese.

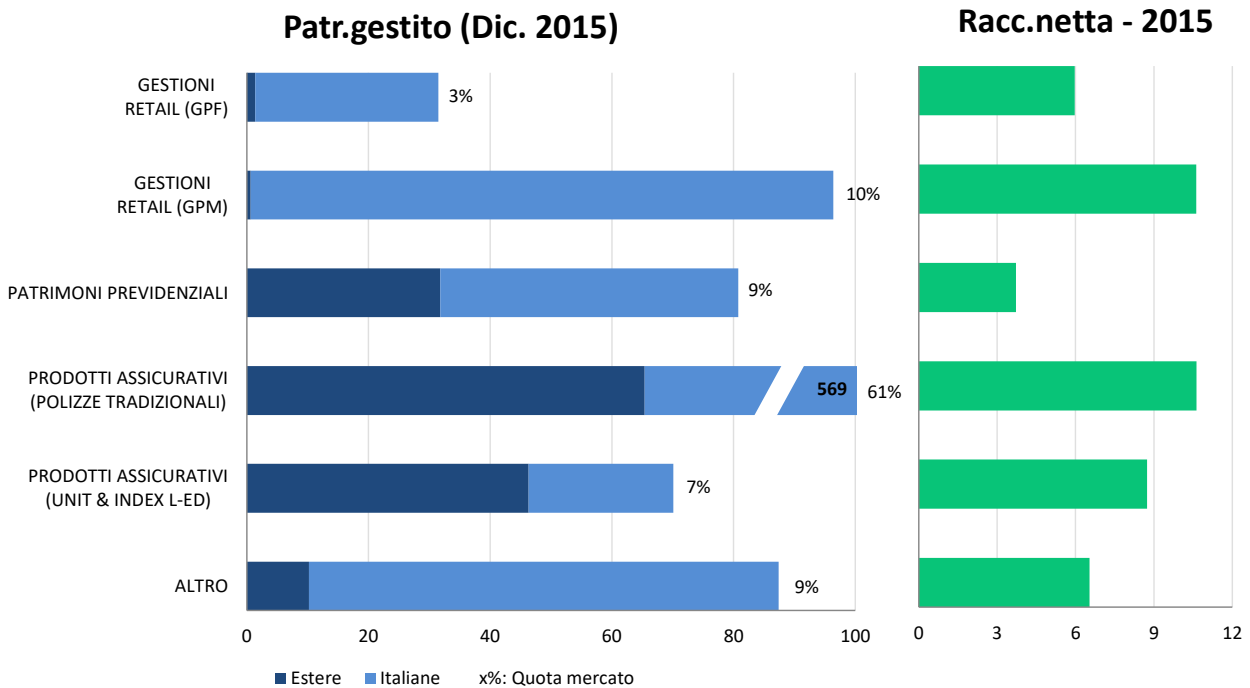


Figura 3. Gestioni di portafoglio: patrimonio gestito a fine 2015 e raccolta per l'anno 2015, miliardi di euro.

Il 13% delle gestioni di portafoglio, pari a 128 miliardi di euro, è rappresentato da prodotti dedicati alla clientela *retail* (GPM e GPF). Si tratta in genere di investitori privati dotati di elevate disponibilità finanziarie e ai quali, proprio per questo, le società di gestione sono in grado di offrire soluzioni di gestione ad alto livello di personalizzazione. Nel complesso questa categoria di prodotti ha beneficiato nel corso dell'anno di una raccolta superiore a 16 miliardi.

1.2 I fondi aperti

Come nel biennio 2013-2014, anche lo scorso anno il maggior contributo alla crescita dell'industria è venuto dai fondi comuni, con una raccolta di 95 miliardi di euro e una crescita delle masse gestite superiore al 16%.

A fine anno il patrimonio complessivo dei fondi aperti risulta pari a 850 miliardi di euro. Il 28% è rappresentato da prodotti istituiti in Italia, un altro 38% è appannaggio di fondi istituiti all'estero da parte di società di gestione facenti parte di gruppi italiani (c.d. fondi *round-trip*). Il rimanente 34% è rappresentato da fondi istituiti fuori dal nostro Paese da gruppi di gestione esteri.

Nel corso dell'anno la raccolta netta dei prodotti italiani si è mantenuta elevata (26 miliardi). Questo risultato è stato possibile, in particolare, grazie ai flussi di nuovo risparmio che i principali gruppi di gestione di matrice bancaria hanno saputo



intercettare presso le famiglie. I fondi *round-trip* hanno visto incrementare del 50% la raccolta (dai 30 miliardi del 2014 ai 45 del 2015) mentre i fondi promossi da gestori esteri hanno consolidato ulteriormente la propria presenza nel nostro mercato, raccogliendo quasi 24 miliardi di euro.

In considerazione del ruolo importante che gli sportelli bancari ricoprono nella distribuzione dei prodotti finanziari, la crescita del settore, in atto dalla seconda metà del 2012, può essere spiegata, almeno in parte, come l'effetto della combinazione del ridimensionamento del ricorso degli istituti di credito al *funding* presso la clientela *retail* (a sua volta frutto delle politiche di sostegno della BCE) con l'azione di diversificazione delle fonti di ricavo perseguita dalla maggioranza degli operatori attraverso la valorizzazione dei servizi di collocamento e consulenza sui prodotti di risparmio gestito.

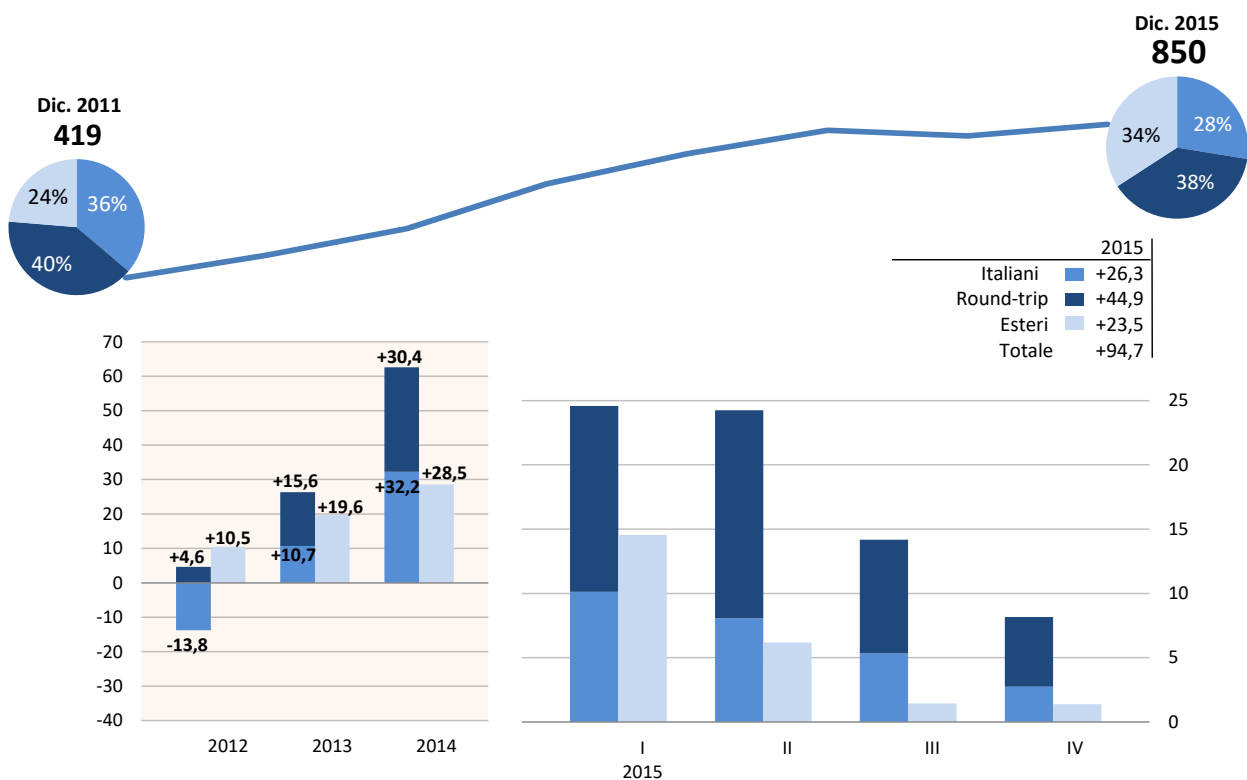


Figura 4. Fondi aperti: patrimonio gestito e raccolta per diritto del prodotto (miliardi di euro). Anni 2012-2015.

Analizzando i dati di raccolta per *asset class*, si può osservare come tra i fondi azionari il 2015 abbia fatto registrare valori positivi nelle categorie europee e internazionali; l'area dei paesi emergenti e quella statunitense hanno invece sofferto di flussi netti complessivamente negativi. Bilanciati e fondi di mercato monetario hanno fatto registrare valori di raccolta particolarmente positivi (+13 e +6 miliardi rispettivamente).

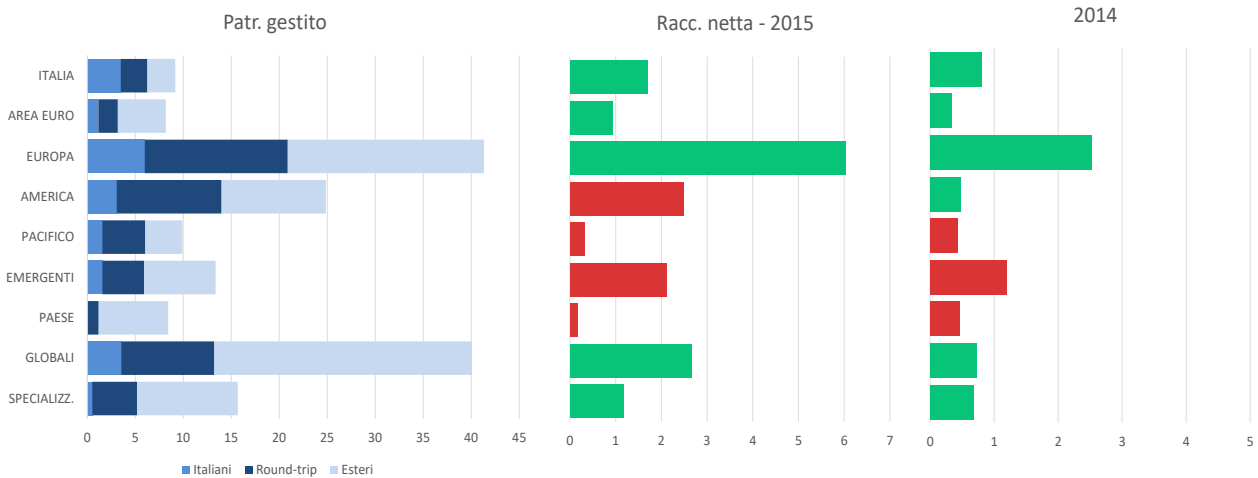


Figura 5: Fondi aperti. Patrimonio e raccolta netta promossa (miliardi di euro) delle categorie dei fondi azionari degli anni 2014-2015.

Nel corso degli ultimi tre anni, in risposta ai valori particolarmente bassi dei tassi di interesse e con l'obiettivo di offrire prospettive reddituali interessanti alla propria clientela, le società di gestione, in particolare quelle di matrice bancaria, si sono orientate verso formule di investimento che prevedono la possibilità di esporsi in maniera dinamica a una molteplicità di *asset class*, inclusa quella azionaria, e che non di rado si caratterizzano per la previsione di un orizzonte temporale predefinito. La conferma dell'interesse dei risparmiatori verso queste proposte di investimento è fornita dall'ulteriore incremento della raccolta netta della categoria dei fondi flessibili, il cui valore nel 2015 ha superato i 51 miliardi di euro, contro i 42 dell'anno precedente.

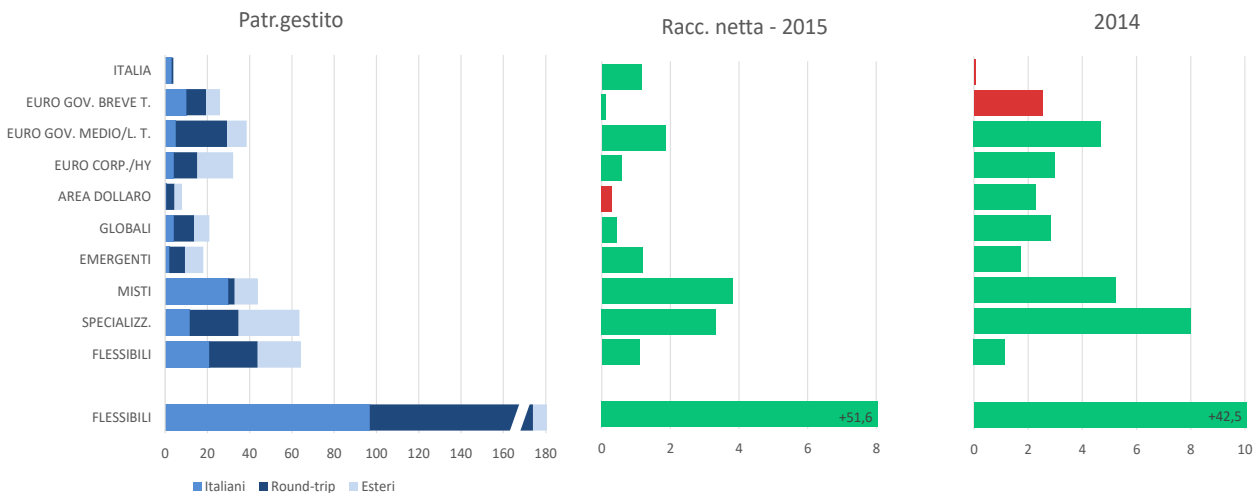


Figura 6: Fondi aperti. Patrimonio e raccolta netta promossa (miliardi di euro) delle categorie dei fondi obbligazionari e flessibili degli anni 2014-2015.



1.3 I fondi chiusi immobiliari

A fine 2015 il totale delle attività dei fondi immobiliari censiti da Assogestioni è di 47 miliardi di euro, pari a poco meno del 3% del totale del mercato del risparmio gestito. Questi prodotti sono caratterizzati dal frequente ricorso alla leva e l'indebitamento medio è pari al 31% dell'attivo.

Il comparto risulta dominato dai fondi riservati agli investitori istituzionali: si tratta di quasi 240 prodotti che rappresentano il 90% delle attività complessive e che nella maggior parte dei casi sono stati costituiti mediante apporto.

Le attività dei fondi immobiliari sono rappresentate per la maggior parte da immobili detenuti *direttamente* e da diritti reali immobiliari (88% il dato medio). La ripartizione degli investimenti immobiliari per destinazione d'uso vede la prevalenza dei cespiti adibiti a uffici (48%) e di quelli commerciali (13%). La ripartizione per area geografica è caratterizzata dalla prevalenza di immobili localizzati nell'area del Nord Ovest (44%) e nel Centro Italia (34%).

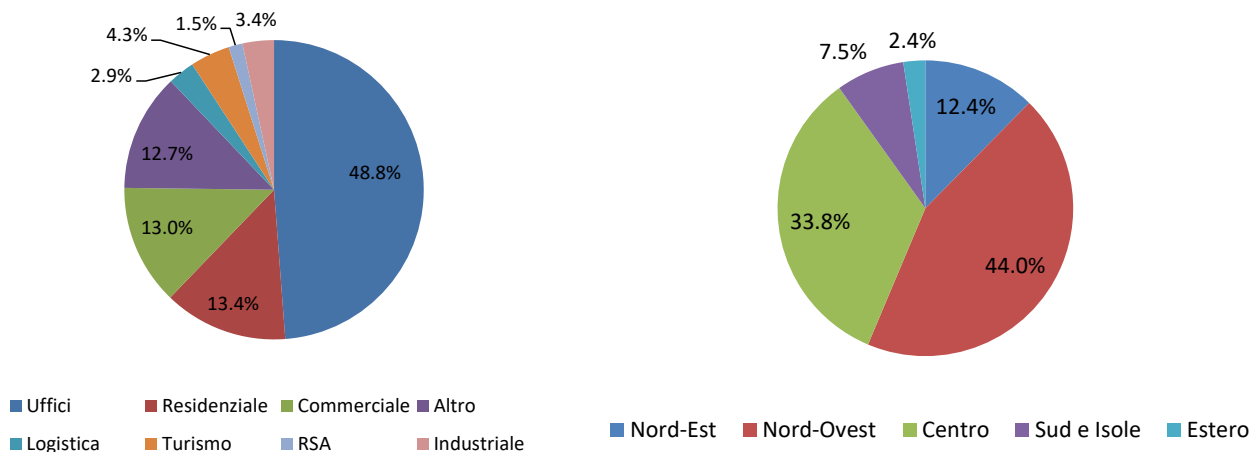


Figura 7: Fondi immobiliari. Totale delle attività ripartite per destinazione d'uso e area geografica. Giugno 2015.



2. L'evoluzione del quadro normativo nazionale

2.1 Recepimento della direttiva 2011/61/UE (AIFMD)

Nel primo trimestre dell'anno 2015 si sono conclusi i lavori di recepimento della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 concernente i gestori di fondi di investimento alternativi, con la pubblicazione dei provvedimenti attuativi adottati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, dalla Banca d'Italia e dalla CONSOB.

Al fine di agevolare le SGR nella prima applicazione della disciplina di nuova emanazione, l'Associazione ha tenuto un dialogo costante con il Ministero dell'Economia e delle Finanze e le Autorità di vigilanza volto a rappresentare le istanze dell'industria.

Nell'ambito di tale dialogo l'Associazione ha organizzato incontri di analisi della nuova disciplina nonché sottoposto all'attenzione delle Autorità di vigilanza alcune questioni interpretative che hanno trovato soluzione nell'ambito di una apposita Comunicazione della Banca d'Italia (Cfr. Comunicazione del 25 marzo 2015 concernente "*Recepimento della direttiva 2011/61/UE. Modifiche alla disciplina in materia di risparmio gestito. Adempimenti per le SGR che intendono essere iscritte all'albo delle SGR come gestori di FIA*") nonché nell'adozione di Note di chiarimenti da parte sia della Banca d'Italia sia della CONSOB (cfr. Note di chiarimenti del 16 luglio 2015 in materia di Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio e del 15 dicembre 2015 in materia di Regolamento congiunto).

Sempre al fine di agevolare le società associate nel passaggio alla nuova disciplina, l'Associazione, in condivisione con l'ABI, ha provveduto a modificare gli schemi di Convenzione quadro per l'incarico di depositario di FIA e di OICVM. Le Convenzioni sono state sottoposte alla Banca d'Italia al fine di valutarne la conformità alla nuova normativa.

Nell'ambito dell'attività di recepimento della direttiva AIFM un'attenzione particolare è stata dedicata alla nuova disciplina sulle politiche di remunerazione dei gestori. In tale contesto, l'Associazione, oltre ad aver predisposto apposite FAQ inviate alle Autorità di vigilanza, ha fortemente criticato, sia a livello nazionale sia in sede europea, l'applicazione delle disposizioni della CRD IV che fissano il limite al rapporto tra componente variabile e fissa della remunerazione alle società di gestione appartenenti al gruppo.

In particolare, l'Associazione ha sempre sostenuto che il rispetto da parte delle SGR inserite in un gruppo bancario dei principi settoriali (UCITS/AIFMD) possa considerarsi sufficiente a garantire il soddisfacimento degli obiettivi sottesi alla disciplina della CRD IV e che ciò giustifichi, dunque, una disapplicazione a tali SGR del limite al rapporto tra componente variabile e componente fissa della remunerazione. Trattandosi di profilo di estrema rilevanza per la competitività del settore del risparmio gestito, l'Associazione ha invitato la Banca d'Italia sia a monitorare in sede comunitaria l'*iter* di revisione legislativa delle disposizioni in oggetto, caldeggiando modifiche della CRD IV volte a introdurre un principio che riconosca la coerenza *ex lege* delle politiche di remunerazione del gruppo con



quelle specifiche di settore (UCITS/AIFMD), sia a rivedere, fin da subito, le proprie disposizioni di vigilanza.

2.2 Comunicazione CONSOB sui prodotti finanziari complessi

Come noto, il 22 dicembre 2014 la CONSOB ha pubblicato una Comunicazione avente a oggetto la distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail*.

A seguito della pubblicazione della citata Comunicazione, l'Associazione ha sollecitato l'intervento della CONSOB al fine di meglio definire il perimetro applicativo delle raccomandazioni in essa contenute. Nel rispondere alle istanze sollevate dall'Associazione, l'Autorità ha pubblicato, lo scorso 23 giugno, un documento contenente apposite Q&A tese a fornire taluni chiarimenti interpretativi della citata Comunicazione.

In tale contesto, al fine di agevolare il corretto censimento degli OICVM come prodotti non complessi, è stata elaborata dall'Associazione una proposta di riformulazione dell'indicazione relativa all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati contenuta nei regolamenti di gestione e nella relativa documentazione d'offerta. La proposta è funzionale a "riclassificare" l'attuale utilizzo degli strumenti finanziari derivati – attualmente effettuato secondo le tre finalità di copertura dei rischi, efficiente gestione e di investimento – nelle due finalità di copertura e non di copertura dei rischi. Accogliendo la proposta dell'Associazione la CONSOB ha aggiornato il Manuale DEPROF, recante le modalità per effettuare il deposito della documentazione d'offerta, prevedendo che, per tutti gli OICR aperti (domiciliati in Italia e in altro Stato membro), occorra altresì indicare se il fondo investe in derivati. In caso affermativo, dopo aver selezionato l'opzione "Investe in derivati", nello specifico campo "Finalità derivati", deve distinguersi tra 1) finalità di copertura e/o 2) finalità non di copertura.

2.3 *Workshop* sui fondi di credito e fondi di minibond

Al fine di supportare le società associate nella istituzione di fondi di credito e fondi di minibond, l'Associazione ha organizzato una serie di *workshop* nell'ambito dei quali: (i) è stato definito uno schema-tipo di *Information Memorandum* in conformità a quanto previsto nelle Linee Guida ICMA sulla creazione di un mercato pan-europeo del *private placement*; (ii) sono state identificate le principali tipologie di conflitti d'interessi nella istituzione e gestione di fondi di crediti e fondi di minibond e le misure per la loro gestione; nonché (iii) sono state fornite alla Banca d'Italia indicazioni utili circa le modalità di partecipazione alla Centrale dei rischi per gli OICR che investono in crediti.

L'Associazione ha inoltre seguito direttamente, anche rispondendo alle consultazioni della CONSOB, le novità normative e regolamentari finalizzate ad estendere agli OICR che investono prevalentemente in *start up* e PMI innovative, la possibilità di effettuare offerte di capitale di rischio tramite portali *on-line*.



2.4 SEPA - Migrazione del RID finanziario e del RID ad importo fisso

Al fine di agevolare le società nel processo di migrazione dei RID finanziari e dei RID a importo fisso al corrispondente strumento di addebito diretto SEPA previsto per il 1° febbraio 2016, l'Associazione ha condiviso con la Banca d'Italia soluzioni applicative semplificate della nuova disciplina che prevedono, da un lato, il riconoscimento della facoltà delle SGR di effettuare la comunicazione agli investitori circa la migrazione al nuovo sistema di addebito diretto SEPA, non oltre la tempistica prevista per la comunicazione periodica che le SGR effettuano nei confronti dei singoli partecipanti agli OICR, ai sensi del Regolamento Emittenti, dall'altro, la predisposizione di un *facsimile* di comunicazione agli investitori.

2.5 Recepimento della direttiva 2013/36/UE (CRD IV)

Con l'adozione del decreto legislativo 12 maggio 2015, n. 72, con il quale è stata data attuazione alla direttiva CRD IV, il legislatore italiano ha apportato modifiche al TUB e al TUF tra le quali: (i) i sistemi di remunerazione e incentivazione; (ii) l'obbligo di astensione di soci e amministratori nelle deliberazioni in cui abbiano un interesse in conflitto; (iii) i poteri di intervento delle Autorità di vigilanza; (iv) l'introduzione del *whistleblowing*; (v) i nuovi requisiti degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale; (vi) le modifiche al regime sanzionatorio. Per quanto attiene, in particolare, al dovere di astensione dei soci e degli amministratori l'Associazione al fine di meglio circoscrivere l'ambito di applicazione della previsione, specie con riguardo alle SGR facenti parti di un gruppo, ha sottoposto uno specifico quesito interpretativo al Ministero dell'Economia e delle Finanze, alla Banca d'Italia e alla CONSOB.

2.6 Recepimento della direttiva 2014/59/UE (BRRD)

In forza dei decreti legislativi nn. 180 e 181 del 16 novembre 2015 è stata recepita nell'ordinamento italiano la direttiva 2014/59/UE, la quale ha istituito un regime armonizzato nell'ambito dell'Unione europea in tema di prevenzione e gestione delle crisi delle banche e delle imprese di investimento.

Con Comunicazione n. 0090430 del 24 novembre 2015 la CONSOB ha richiamato l'attenzione degli intermediari sul nuovo contesto normativo approntato per effetto del recepimento in Italia della citata direttiva. Per quanto attiene più strettamente al servizio di gestione di portafogli, la CONSOB ha previsto che i clienti potranno essere opportunamente informati dell'eventuale investimento in titoli assoggettabili a riduzione o conversione degli strumenti di capitale e/o successivamente a *bail-in*, secondo le modalità ritenute più efficienti.

Al fine di facilitare le società nell'individuazione dell'informativa che potrà essere resa ai clienti l'Associazione ha predisposto, a titolo meramente esemplificativo, alcune formulazioni *standard* da inserire sia nell'ambito dell'informativa pre-contrattuale, sia nella rendicontazione periodica, distinguendo al contempo tra i nuovi rapporti gestiti e quelli già in essere.



L'Associazione ha predisposto un *Position Paper*, che ha inviato all'attenzione delle Autorità di vigilanza, finalizzato ad escludere dall'ambito di applicazione della disciplina sul *bail-in* gli strumenti finanziari e le disponibilità liquide degli OICR affidati alla banca depositaria (in risoluzione), in virtù del principio della separatezza patrimoniale previsto dall'art. 36 del TUF che, similmente a quanto sancito dall'art. 22 del TUF per i servizi di investimento, non ammette sul patrimonio dell'OICR azioni dei creditori del depositario o del subdepositario o nell'interesse degli stessi.

A questa soluzione l'Associazione ritiene di pervenire alla luce della considerazione che la condizione alla quale la legge subordina l'esclusione dal *bail-in*, vale a dire che i clienti ricevano una analoga protezione nell'ambito del diritto concorsuale generale, indubbiamente ricorre. Il principio della separatezza patrimoniale costituisce, infatti, secondo quanto previsto dall'art. 91 del TUB al quale rinvia l'art. 57 del TUF in tema di liquidazione coatta amministrativa degli intermediari, il criterio discrezionale che consente, nella fase di decozione dell'intermediario, di proteggere i diritti dei clienti dalle pretese restitutorie degli altri clienti e dai diritti dei creditori dell'intermediario. Nel caso specifico degli OICR, peraltro, il principio della separatezza patrimoniale assume, rispetto alla disciplina sui servizi d'investimento, una colorazione rafforzata essendo previsto solo per gli OICR un obbligo normativo di affidare i beni al depositario. Peraltro, e a conferma di questo rafforzamento, l'articolo 36 del TUF, a differenza di quanto previsto dall'articolo 22 sui servizi d'investimento, non esclude l'operatività della separazione patrimoniale ove la liquidità sia detenuta presso una banca.

2.7 Recepimento della direttiva 2013/50/UE (*Transparency*)

L'Associazione ha preso parte alle consultazioni avviate dalle Autorità nazionali nel corso del 2015 finalizzate all'aggiornamento delle disposizioni nazionali al quadro normativo tracciato dalla nuova direttiva *Transparency* nonché dal Regolamento delegato (UE) 2015/761 della Commissione del 17 dicembre 2014 per quanto riguarda determinate norme tecniche di regolamentazione sulle partecipazioni rilevanti. Il termine per il recepimento della nuova direttiva *Transparency* era quello del 27 novembre scorso. Dalla stessa data è in vigore il Regolamento delegato.

In particolare lo scorso 27 ottobre si è conclusa la consultazione pubblica indetta dal Ministero dell'Economia e delle Finanze avente a oggetto le modifiche alle disposizioni del TUF, necessarie al fine di recepire la nuova direttiva *Transparency*, in forza della delega contenuta nell'art. 5 della Legge di delegazione europea 2014. La CONSOB ha pubblicato lo scorso 30 novembre il documento di consultazione concernente le proposte di modifica da apportare al Regolamento Emittenti.

L'Associazione ha espresso pieno supporto alla proposta della CONSOB di confermare l'esenzione prevista all'art. 119-*bis*, comma 7 del Regolamento Emittenti per quanto riguarda le società di gestione e i soggetti abilitati europei ed extra-europei che esclude dagli obblighi di notifica l'acquisizione di partecipazioni



superiori al 3% e inferiori al 5% nelle società diverse dalle PMI. L'Associazione, inoltre, ha richiesto alcuni chiarimenti sulle tempistiche relative agli obblighi di notifica e sui relativi modelli.

2.8 Segnalazioni di vigilanza previste dalla disciplina AIFMD

Il 1° ottobre ha preso avvio a livello nazionale il sistema per le segnalazioni verso le Autorità di vigilanza previsto dalla disciplina AIFMD. Il contenuto della segnalazione è quello previsto dagli artt. 3(3)(d) e 24 della direttiva AIFM, come ulteriormente dettagliato dall'art. 110 e dall'*Annex IV* del Regolamento n° 231/2013/EU.

I dati e le informazioni devono inoltre essere elaborati in conformità ai criteri definiti negli Orientamenti e nelle Q&A ESMA (ESMA/2014/869 e ESMA/2015/850). Nel *set* informativo potranno, altresì, essere incluse le informazioni previste dall'*ESMA Opinion* (ESMA/2013/1340). Il formato dei dati e delle informazioni deve essere inoltre conforme alle specifiche funzionali dettagliate dall'ESMA.

In questo contesto l'Associazione ha lavorato alla predisposizione di una serie di *Frequently Asked Questions* (FAQ) volte ad agevolare le società nella predisposizione delle segnalazioni.

2.9 Normativa antiriciclaggio

Nel corso del 2015 è entrata in vigore la Direttiva (UE) 2015/849/UE, nota anche come IV Direttiva antiriciclaggio, la quale ha introdotto significative novità nell'impianto europeo di contrasto al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo.

In particolare, con l'emanazione della IV Direttiva antiriciclaggio, il legislatore europeo ha inteso perseguire il rafforzamento e dare maggiore efficacia al sistema europeo di contrasto ai fenomeni del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, attraverso una maggiore armonizzazione delle procedure tra i diversi Stati membri, l'estensione dell'ambito di applicazione della disciplina, la definizione di *standard* più stringenti per il contrasto del riciclaggio di denaro e l'incremento della cooperazione tra le Unità di Informazione Finanziaria (UIF) nazionali.

Il processo di recepimento in Italia, che dovrà concludersi entro il 26 giugno del prossimo anno, comporterà la modifica dell'impianto normativo e regolamentare attualmente vigente, che si fonda sulle disposizioni contenute nel decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 e nei Provvedimenti attuativi della Banca d'Italia del 3 aprile 2013 in materia di adeguata verifica della clientela (Provvedimento adeguata verifica) e per la tenuta dell'Archivio Unico Informatico e le modalità semplificate di registrazione (Provvedimento AUI).

In vista dell'avvio del processo di recepimento della IV Direttiva antiriciclaggio nell'ordinamento nazionale, Assogestioni ha avviato una *Task Force* con l'obiettivo di analizzare la nuova direttiva e di definire puntuali proposte di modifica della normativa e della regolamentazione vigenti, in un'ottica di ottimizzazione delle



risorse, di effettiva applicazione dell'approccio basato sul rischio e di sostegno alla competitività dell'industria italiana del risparmio gestito.

Il documento conclusivo della *Task Force* è stato inviato alle Istituzioni competenti e alle Autorità di vigilanza all'inizio del 2016.

In aggiunta alle riflessioni sviluppate nel citato documento, che si auspica vengano tenute in debita considerazione da parte dei *regulator*, il processo di recepimento in Italia della IV Direttiva antiriciclaggio non potrà prescindere da quanto emerso nel *report* finale dell'esercizio di *Mutual Evaluation* sul sistema di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo italiano approvato nel mese di ottobre del 2015 dall'assemblea plenaria del Gruppo di Azione Finanziaria Internazionale (GAFI). Nei primi mesi del 2015, infatti, il sistema italiano è stato oggetto di valutazione da parte del Fondo Monetario Internazionale (FMI), con l'obiettivo di valutare l'efficienza e la corrispondenza del nostro sistema di contrasto con le 40 Raccomandazioni internazionali emanate dal GAFI medesimo.

Il processo di valutazione condotto dal FMI è stato suddiviso in diverse fasi, l'ultima delle quali ha visto anche il coinvolgimento diretto dell'Associazione, la quale, unitamente ad alcune SGR prescelte, ha risposto alle domande formulate dai valutatori al fine di raccogliere le informazioni necessarie per completare l'esercizio di valutazione.

L'attenzione del *team* di valutazione si è concentrata, in particolare, sull'analisi del grado di conoscenza dei rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo da parte delle SGR, delle relative misure preventive poste in essere, nonché sul contenuto delle attività avviate dall'Associazione di categoria per promuovere la conoscenza di tali fenomeni e degli obblighi derivanti dalla normativa.

Il settore del risparmio gestito, al pari dell'intero sistema finanziario, risulta essere caratterizzato da un adeguato livello di conoscenza dei rischi di riciclaggio ai quali è esposto in funzione delle attività svolte.

Il giudizio complessivamente positivo assegnato alle attività svolte dalle SGR per la prevenzione del fenomeno del riciclaggio di denaro e del finanziamento del terrorismo testimonia, senza dubbio, il buon lavoro svolto negli ultimi anni dall'Associazione, la quale ha dedicato ampio spazio alla definizione di *standard* comuni e alla formulazione di richieste di chiarimento inoltrate alle Autorità di vigilanza.

Il contenuto del rapporto di valutazione lascia intendere che, nonostante le azioni e le misure poste in essere dalle SGR abbiano ottenuto il consenso dei valutatori internazionali, restano ancora alcuni aspetti che necessitano di essere ulteriormente migliorati.

Un esempio è senza dubbio rappresentato dalle difficoltà che spesso le SGR incontrano nell'acquisire tutte le informazioni necessarie per effettuare l'adeguata verifica della clientela nel caso in cui i prodotti siano collocati per il tramite di altro intermediario.



Tale problematica, più volte portata all'attenzione delle Autorità di vigilanza da parte di Assogestioni, sarà sicuramente affrontata in occasione del recepimento della IV Direttiva antiriciclaggio, con la quale si auspica di poter pervenire a un sistema normativo e regolamentare caratterizzato da una maggiore efficienza e che tenga debitamente conto delle modalità operative che caratterizzano l'attività degli intermediari che operano nel settore del risparmio gestito.



3. L'evoluzione del quadro normativo europeo

Anche nel corso del 2015 a livello europeo sono proseguiti i lavori relativi a importanti provvedimenti di particolare interesse per l'industria del risparmio gestito: MiFID II, UCITS V, PRIIPs, ELTIF e AIFMD. A questi, si è aggiunto l'ambizioso progetto lanciato dalla Commissione europea relativo alla creazione dell'Unione dei mercati dei capitali ("*Capital Markets Union*," c.d. CMU).

3.1 Definizione delle misure di livello 2 della direttiva 2014/65/UE (MiFID II)

Facendo seguito alla pubblicazione in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea della direttiva MiFID II (e del regolamento MiFIR) e al *Final Report on MiFID II/MiFIR* dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), nel corso del 2015 la Commissione ha portato avanti i lavori di implementazione delle misure di secondo livello del pacchetto MiFID II/MiFIR, volte a definire, in tema di *investor protection*, il contenuto degli obblighi di *product governance* per società prodotte e distributori nonché, tra l'altro, le condizioni per la percezione di incentivi e benefici non monetari minori nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento.

Su tale ultimo profilo, nel corso del primo trimestre del 2015, questa Associazione ha elaborato un *Position Paper* in tema di ricerca volto a consentire, tra l'altro, la possibilità di pagare la ricerca attraverso le commissioni di negoziazione, fermo restando il divieto di legare il costo della ricerca ai volumi e/o al valore delle transazioni eseguite per conto dei clienti.

A oggi, gli atti delegati della Commissione, già attesi per lo scorso giugno, non sono stati ancora pubblicati. Al fine di permettere agli operatori un corretto e completo adeguamento alla nuova disciplina, lo scorso 10 febbraio la Commissione ha pubblicato una proposta di modifica alla direttiva MiFID II e al regolamento MiFIR, volta a differirne la data di applicazione dal 3 gennaio 2017 al 3 gennaio 2018. Per il momento è rimasta invece ferma al 3 luglio 2016 la data di recepimento della disciplina da parte dei singoli Stati membri.

3.2 Direttiva 2014/91/UE (UCITS V) e ulteriori profili

L'Associazione ha inoltre seguito da vicino il processo di implementazione della direttiva UCITS V e del regolamento delegato recante disposizioni in materia di obblighi del depositario, il cui testo è stato pubblicato dalla Commissione europea il 17 dicembre 2015 ed è attualmente allo scrutinio dei co-legislatori.

Con riguardo, poi, alle politiche di remunerazione ai sensi di tale direttiva, l'Associazione ha risposto lo scorso ottobre alla relativa consultazione promossa dall'ESMA, evidenziando, tra l'altro, la necessità di garantire l'applicazione delle discipline settoriali previste dalla direttiva UCITS (e AIFMD) al personale di SGR appartenenti a gruppi bancari. L'Associazione ha altresì richiesto all'Autorità di vigilanza europea di riconoscere la piena equivalenza delle discipline UCITS V,



AIFMD e CRD IV, in linea con quanto già parzialmente avanzato in passato dalla stessa Autorità.

Medesime considerazioni sono state espresse nel rispondere alla consultazione avviata dalla Commissione europea sulla revisione della disciplina delle politiche retributive prevista dalla direttiva CRD IV, in particolare per ciò che concerne l'applicazione del limite al rapporto tra componente fissa e variabile delle retribuzioni al personale rilevante di società appartenenti a gruppi bancari.

Sempre in ambito UCITS, si segnala, infine, come l'Associazione abbia preso parte alle discussioni emerse in sede ESMA aventi ad oggetto l'analisi delle esistenti prassi di mercato relative alla creazione di classi di quote di fondi UCITS, volte a elaborare una definizione condivisa e armonizzata delle stesse all'interno dell'Unione. Si attende, ora, la pubblicazione da parte dell'ESMA di ulteriori lavori, specie attraverso *Consultation Paper*.

3.3 Regolamento (UE) n. 760/2015 (ELTIF)

Nel giugno del 2015 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il regolamento relativo ai fondi europei di lungo termine (ELTIF). Questo, che si applica dal 9 dicembre 2015, crea una disciplina per i fondi di investimento armonizzati alternativi che investono prevalentemente in attività a lungo termine illiquide, specificatamente individuate, e che possono essere offerti e commercializzati anche alla clientela *retail*. Lo scorso ottobre, l'Associazione ha preso parte alla consultazione lanciata dall'ESMA, volta ad elaborare norme tecniche di regolamentazione da sottoporre alla Commissione europea per l'adozione dei relativi atti delegati.

3.4 Regolamento (UE) n. 1286/2014 (PRIIPs)

Il 2015 è stato caratterizzato dalla prosecuzione dei lavori volti a definire le misure di secondo livello del Regolamento PRIIPs che disciplina i documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (Regolamento (UE) n. 1286/2014). Regolamento che entrerà in vigore il 1° gennaio 2017, salvo la disciplina transitoria ivi prevista che esclude, per quanto d'interesse, la predisposizione di un PRIIPs KID per gli OICR distribuiti agli investitori al dettaglio che predispongono uno UCITS KIID almeno fino al 31 dicembre 2019.

Nel corso dei lavori, l'Associazione ha sollevato alcune criticità sulle misure di esecuzione proposte e il loro possibile effetto per l'industria del risparmio gestito.

E' stato innanzitutto osservato come l'esenzione concessa dal Regolamento PRIIPs per gli OICR distribuiti agli investitori al dettaglio che predispongono uno UCITS KIID non dovrebbe essere, di fatto, superata dalle disposizioni di attuazione di secondo livello. La questione nasce dall'informativa che deve essere prodotta dalle SGR per i prodotti assicurativi venduti al dettaglio collegati a fondi d'investimento che dovranno predisporre un PRIIPs KID dal prossimo gennaio. In tale fattispecie,



non dovrebbe correre alcun obbligo per le SGR di fornire per tali fondi l'informativa di cui al PRIIPs KID, restando sufficiente quella prevista dallo UCITS KIID.

Riguardo al contenuto del PRIIPs KID, l'Associazione ha altresì sollevato alcune osservazioni sull'informativa in tema di rischio, di rendimento e di costo.

L'Associazione ritiene infatti essenziale poter continuare a presentare nel documento di offerta sintetico i rendimenti passati ottenuti dal fondo, come attualmente previsto nello UCITS KIID. Una loro esclusione minerebbe infatti il valore aggiunto del PRIIPs KID per i prodotti di risparmio gestito.

Disappunto è stato altresì espresso in merito alla proposta di considerare come costo di transazione il cd. *market impact*, ossia la differenza di prezzo del valore dello strumento tra il momento dell'ordine e della sua esecuzione, in quanto tale differenza causata dal mercato non è riconducibile a un costo del prodotto. Preoccupazioni sono anche sorte in relazione alla metodologia di calcolo di tali costi di transazione che comportano degli oneri di implementazione sproporzionati rispetto all'obiettivo che si vuole raggiungere. L'Associazione auspica pertanto la possibilità di utilizzare una metodologia più semplice, dove i costi di transazione impliciti nel prezzo delle transazioni stesse siano definiti a priori dalle Autorità Europee.

In tema di informativa sul rischio, l'Associazione ha evidenziato come la metodologia proposta, che si basa su metriche quantitative e/o qualitative, porta, in talune fattispecie, a un'indicazione inadeguata e potenzialmente fuorviante del rischio del prodotto per gli investitori al dettaglio. E' stato fatto in particolare riferimento al metodo proposto per la classificazione del rischio dei fondi di nuova istituzione diversi dai *market fund* e dei prodotti che possono far perdere all'investitore più del capitale investito. Riguardo invece alle metriche quantitative, è stata altresì ravvisata la necessità di mantenere la metodologia di calcolo dell'indicatore di rischio di mercato prevista attualmente nello UCITS KIID, che si basa, in generale per i fondi a *pay-off* lineare, sulla volatilità settimanale dei rendimenti in luogo della volatilità VaR-equivalente derivata per il tramite della *Cornish Fisher Expansion* dai dati di rendimento giornalieri.

3.5 Regolamento *Benchmark* (BR)

L'Associazione ha seguito i lavori sulla proposta di regolamento della Commissione sugli indici usati come valori di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari (cd. Regolamento *Benchmark*) volta a i) migliorare la *governance* del processo di produzione degli indici utilizzati come *benchmark*, ii) garantire un'adeguata tutela dei consumatori e degli investitori che li utilizzano e iii) vigilare sugli indici considerati critici.

L'accordo politico sulla proposta di Regolamento è stato raggiunto lo scorso 9 dicembre a seguito del superamento delle criticità in tema di definizione di *benchmark* critici e non critici, regime degli amministratori di Paesi Terzi e disciplina di autorizzazione/registrazione. Il testo è soggetto alla procedura di



revisione linguistica legale e non è ancora stato pubblicato nella Gazzetta ufficiale. Al Regolamento si affiancheranno le misure di esecuzione che si prevede verranno emanate nel corso del 2016.

In questo contesto l'Associazione sta collaborando, a livello nazionale, con il Ministero dell'Economia e delle Finanze e la CONSOB e, a livello europeo, con l'EFAMA al fine di evidenziare possibili criticità per l'industria del risparmio gestito. L'ambito di applicazione della proposta è infatti ampio e riguarda, tra l'altro, gli indici utilizzati come sottostanti di strumenti finanziari negoziati in una sede di negoziazione e per il confronto con le *performance* degli OICR.

3.6 Regolamento *Securities Financial Transactions* (SFTR)

Lo scorso 23 dicembre è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il regolamento (UE) n. 2015/2365 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2015 sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

Il Regolamento mira a migliorare la stabilità finanziaria nell'UE e nasce nel solco dei lavori sullo *shadow banking* coordinati dal G20 e dal *Financial Stability Board* volti a estendere alle imprese non bancarie la vigilanza sulle operazioni di finanziamento tramite titoli (SFT), tra cui i *repo*, i *sell-buy back* e l'attività di prestito titoli, al fine di eliminare zone d'ombra del settore finanziario che hanno un impatto potenziale sui rischi sistemici o sono la conseguenza dell'arbitraggio regolamentare.

Il Regolamento, che si applica a partire dal 12 gennaio 2016 salvo la disciplina transitoria ivi prevista, si basa su tre principali pilastri: i) l'invio delle informazioni concernenti le SFT a un *database* centrale, al fine di consentire alle Autorità competenti di identificare meglio i collegamenti tra banche e altre controparti ombra e far luce su alcune delle loro operazioni di raccolta, in modo da monitorare le esposizioni e i rischi a esse associati e, ove necessario, adottare azioni più mirate e tempestive, ii) imporre ai gestori di OICVM e FIA una maggiore trasparenza nei confronti degli investitori riguardo all'impiego delle loro attività in SFT e in *total return swap*; ciò al fine di rendere gli investitori più consapevoli, iii) nel caso di riutilizzo da parte del ricevente di strumenti finanziari ricevuti come garanzie reali (cd. *collateral*), l'individuazione delle condizioni minime di trasparenza contrattuale che devono essere soddisfatte dalle parti interessate, compresi accordi scritti e preventivo consenso.

3.7 Direttiva 2011/61/UE (AIFMD) – Documento di discussione relativo alla segregazione di attività

Al fine di garantire una maggiore armonizzazione nell'applicazione del criterio di segregazione delle attività in caso di delega delle funzioni di custodia da parte del depositario ai sensi AIFMD, l'ESMA ha pubblicato un documento di discussione e posto all'attenzione del mercato diverse opzioni, a seconda della possibilità per il



terzo delegato di aprire conti *omnibus* per più depositari di FIA. L'Associazione ha partecipato al dibattito in sede europea e inviato la propria risposta all'Autorità lo scorso gennaio, nella quale si è proposta una segregazione per fondo, in linea con la disciplina nazionale. Si attende ancora la relazione finale da parte dell'Autorità.

3.8 Il progetto di *Capital Markets Union* (CMU)

Infine, con l'obiettivo di rafforzare l'economia europea e stimolare gli investimenti, specie transfrontalieri, la Commissione europea ha lanciato a settembre il piano di azione per l'Unione dei mercati dei capitali (CMU), rendendo noti gli interventi che intende realizzare nel breve e medio termine.

Ad avviso dell'Associazione la realizzazione della *Capital Markets Union* non può essere conseguita senza l'adozione di un quadro regolamentare europeo unitario – un vero e proprio *EU Single Rulebook* – allo scopo di evitare misure incoerenti e disallineate tra i diversi segmenti del risparmio gestito. In particolare, l'Associazione ha invitato la Commissione a sospendere temporaneamente l'attività di regolazione in modo tale da consentire una valutazione circa l'assetto legislativo e regolamentare realizzato negli ultimi anni e di assicurare che l'implementazione delle misure di livello 2 e livello 3 delle diverse discipline legislative/regolamentari (UCITS, AIFMD, MiFID II/MiFIR, PRIIPs) avvenga in maniera appropriata.

Per quanto riguarda le specifiche azioni individuate dalla Commissione per addvenire alla realizzazione dell'Unione dei mercati di capitali, l'Associazione ritiene fondamentali quelle volte a (i) facilitare gli investimenti infrastrutturali a lungo termine, tra cui gli ELTIF, anche attraverso la previsione di specifici incentivi fiscali (ii) promuovere gli investimenti istituzionali, in particolare attraverso la creazione di un mercato europeo di successo dei piani pensionistici individuali (terzo pilastro), prevedendo una normativa UE a sostegno di tale mercato.

L'Associazione ha risposto all'invito presentato dalla Commissione nella *Call for Evidence on financial services regulation*, nonché preso parte al dibattito sulla revisione dei regolamenti EuSEF ed EuVECA.



4. I principali dossier fiscali

Nel corso del 2015, anche sotto il profilo fiscale, l'attività dell'Associazione è stata particolarmente intensa.

Dopo gli ultimi anni caratterizzati da rilevanti modifiche al regime di tassazione delle rendite finanziarie sia per questioni legate al gettito, con l'unificazione dell'aliquota di tassazione al 20% e il successivo aumento al 26%, sia a seguito del recepimento delle direttive comunitarie in materia di organismi di investimento collettivo del risparmio e, in particolare, della direttiva UCITS IV e della AIFMD, il settore fiscale dell'Associazione ha lavorato assiduamente per l'individuazione di interventi normativi volti a superare le criticità emerse a seguito dell'introduzione di nuovi prodotti e, più in generale, a favorire l'industria del risparmio gestito nel ruolo di sostegno dell'economia reale.

In quest'ottica, l'Associazione ha tenuto un dialogo costante con le istituzioni e le autorità di settore, rappresentando, come già fatto in passato, innanzitutto l'importanza di misure atte a incentivare il risparmio a lungo termine delle famiglie, assicurando parimenti maggiore stabilità nei flussi e contribuendo ad allungare l'orizzonte temporale degli investimenti in un momento, come quello attuale, di forte instabilità dei mercati. Non meno importanti sono, poi, le richieste dell'Associazione di prevedere un regime di tassazione *ad hoc* per le imprese che investono in OICR azionari, in modo tale da eliminare la doppia imposizione economica che si verifica sui proventi, e di rimuovere il trattamento di sfavore cui sono soggetti i fondi di credito italiani che fanno ricorso a finanziamenti erogati da banche, imprese di assicurazione o da OICR esteri.

Con riferimento al settore previdenziale, l'attività dell'Associazione è stata, invece, indispensabile per risolvere una serie di problematiche applicative attinenti la nuova normativa sul credito di imposta che, a decorrere dal 2016, le forme di previdenza complementare (e le casse di previdenza privatizzate) potranno richiedere all'Amministrazione finanziaria in relazione agli investimenti effettuati nei settori infrastrutturali o nel settore delle imprese non quotate. Si tratta, come noto, di una disciplina che risponde sostanzialmente alla duplice finalità, da un lato, di compensare l'aumento al 20% dell'aliquota di tassazione dei rendimenti subito dalle forme di previdenza complementare, e dall'altro, di attrarre capitali per finanziare investimenti che necessitano di risorse per lunghi periodi di tempo e che svolgono un ruolo di rilievo nelle prospettive di crescita e di occupazione a lungo termine.

Per quanto attiene ai fondi immobiliari, rilevante è stato il lavoro svolto dal settore fiscale dell'Associazione al fine di definire soluzioni operative volte ad agevolare la dismissione del patrimonio dei fondi immobiliari nella fase di liquidazione. In particolare, con l'introduzione nel nostro ordinamento della figura delle società di investimento a capitale fisso (SICAF), ossia del nuovo veicolo di investimento collettivo del risparmio avente natura statutaria, l'Associazione ha rappresentato alle Autorità competenti la necessità di introdurre disposizioni di natura fiscale che consentano ai fondi immobiliari in liquidazione di utilizzare la SICAF immobiliare per dismettere il proprio patrimonio, così da garantire ai propri investitori una continuità nella tipologia di investimento e il rispetto delle scelte originariamente



da essi effettuate (ossia la sottoscrizione di un prodotto del risparmio gestito avente natura immobiliare). A oggi, infatti, esiste una disciplina fiscale che agevola la liquidazione di fondi immobiliari esclusivamente mediante utilizzo di società di investimento immobiliare quotate (SIIQ), che tuttavia non si inquadrano tra i veicoli del risparmio gestito e non assicurano, quindi, all'investitore nel fondo una continuità rispetto alle scelte originariamente effettuate di detenere un prodotto del risparmio gestito, soggetto alle norme sulla vigilanza e trasparenza previste dal TUF.

Nel corso del 2015 assidui sono stati gli incontri con l'Amministrazione finanziaria al fine di definire le modalità e i termini di comunicazione delle informazioni relative ai rapporti finanziari che gli intermediari, a decorrere dal 2016, sono tenuti a effettuare all'Anagrafe tributaria con il nuovo "tracciato unico". In merito alle comunicazioni da parte delle SGR, l'Amministrazione ha accolto le varie proposte dell'Associazione che semplificano i dati e le informazioni da trasmettere in relazione ai rapporti connessi con l'attività di gestione collettiva, con il servizio di gestione di portafogli nonché con l'istituzione e gestione di fondi pensioni aperti.

Con riguardo all'imposta sul valore aggiunto, l'Associazione ha svolto un'attività di costante monitoraggio affinché l'Agenzia delle entrate confermasse il regime di esenzione IVA per i servizi di consulenza in materia di investimenti, già previsto in una risoluzione dell'agosto 2008 (risoluzione n. 343/E), a seguito dei dubbi interpretativi emersi per effetto della pubblicazione della sentenza della Corte di Giustizia europea del marzo 2013 (causa C-275/11). La posizione interpretativa dell'Associazione, già sostenuta fin dal maggio 2008 (e, quindi, anteriormente alla pubblicazione della posizione ufficiale dell'Amministrazione finanziaria), ha ricevuto di recente l'avallo in sede comunitaria da parte del Comitato consultivo in materia di IVA (linee guida del giugno 2015, relative al 104° *meeting*).

Sul piano internazionale, l'Associazione ha collaborato con l'Amministrazione finanziaria nella redazione della normativa secondaria di attuazione del "FATCA" (*Foreign Account Tax Compliance Act*), la normativa statunitense finalizzata a contrastare fenomeni di evasione fiscale da parte di soggetti fiscalmente residenti negli USA. In particolare, l'Associazione si è fatta parte attiva nel suggerire soluzioni interpretative che consentissero di attenuare gli adempimenti a carico dell'industria italiana del risparmio gestito, specialmente in sede di primo invio dei dati richiesti dalle Autorità statunitensi.

Infine, con riferimento alla disciplina sullo scambio automatico di informazioni sui conti finanziari a livello globale e comunitario, contenuta nello standard OCSE ("CRS") e nella direttiva DAC 2, l'Associazione ha collaborato assiduamente ai lavori di attuazione nell'ordinamento domestico dei nuovi obblighi, allo scopo di garantire, ove possibile, un allineamento dei nuovi adempimenti a quelli già previsti dalla normativa FATCA a carico delle società di gestione e degli OICR.

5. Previdenza complementare

Il decreto del Ministro dell'Economia e delle finanze del 2 settembre 2014, n. 166, ha introdotto un forte cambiamento nel settore della previdenza complementare in



Italia, introducendo il principio della “persona prudente” per la definizione degli investimenti e rivoluzionando l’approccio sulla gestione dei conflitti di interessi.

Alla luce di queste importanti novità si è manifestata l’esigenza, da un lato, di individuare una chiave di lettura condivisa per l’applicazione dei nuovi limiti di investimento, non più meramente quantitativi e, dall’altro lato, di effettuare una ricognizione delle fattispecie di conflitti di interessi rilevanti nella gestione dei patrimoni dei fondi pensione negoziali, alla luce delle nuove disposizioni regolamentari.

A tale esigenza l’Associazione ha dato risposta istituendo un gruppo di lavoro *ad hoc* congiunto con Assofondipensione. Il confronto tra gestori e fondi pensione negoziali e la sinergia creata tra i due diversi attori di un mercato complesso, quale quello della previdenza complementare, ha portato all’elaborazione di due documenti che forniscono una prima risposta alla necessità di adottare un approccio comune e condiviso nell’applicazione di una regolamentazione che segna un punto di svolta del settore.

Le modifiche al regime fiscale delle forme pensionistiche complementari introdotte dalla Legge di Stabilità 2015 hanno comportato la necessità di rivedere la metodologia di *nettizzazione* del rendimento del *benchmark* utilizzato nel confronto con i risultati della gestione. A tal fine l’Associazione ha trasmesso alla COVIP un’apposita proposta metodologica.

In ambito europeo, il 2015 ha visto la prosecuzione del processo di revisione della direttiva IORP per i prodotti del secondo pilastro, che dovrebbe essere portato a compimento entro la fine del 2016, unitamente all’intensificazione del dibattito per la creazione di un mercato unico europeo dei prodotti del terzo pilastro delle pensioni, i cosiddetti prodotti pensionistici individuali (*Personal Pension Products*).

Quest’ultimo tema, in particolare, è stato oggetto di attenzione nel corso dell’anno appena trascorso, che ha visto l’EIOPA (l’Autorità di Vigilanza Europea per le assicurazioni e i fondi pensione occupazionali) e i diversi attori di mercato impegnati a individuare le caratteristiche essenziali e le modalità più appropriate per la creazione e la commercializzazione *cross border* di un prodotto delle pensioni individuali da standardizzare a livello europeo (*Pan-European Personal Pension Products*, PEPP).

Per rispondere alla *Call for advice* della Commissione Europea sulla creazione di un prodotto pensionistico individuale paneuropeo standardizzato, l’EIOPA ha pubblicato una serie di documenti di consultazione che hanno incontrato il più ampio favore dell’Associazione.

Il progetto che si sta sviluppando a livello europeo per i prodotti previdenziali di terzo pilastro rappresenta un’opportunità per gli operatori del risparmio gestito italiano, offrendo loro la possibilità di ampliare e diversificare la propria operatività e la gamma di servizi offerti. Questi, infatti, potrebbero agire nel settore del risparmio previdenziale di lungo periodo attraverso la creazione di prodotti di investimento che, rispettando i requisiti per essere commercializzati come PEPP, non solo beneficerebbero di un passaporto per la commercializzazione in tutti gli



Stati membri, ma gioverebbero anche di un vantaggio fiscale, almeno equivalente a quello già in vigore nei singoli Stati Membri per prodotti simili.

In particolare, sul punto in questione, l'Associazione ha espresso la convinzione che la creazione di un prodotto standardizzato a livello europeo non debba in alcun modo modificare o incidere sulla disciplina dei prodotti pensionistici individuali esistente a livello nazionale. Il veicolo maggiormente idoneo per la regolamentazione di un prodotto pensionistico individuale paneuropeo potrebbe, pertanto, individuarsi nell'emanazione di un Regolamento europeo, direttamente applicabile in tutti gli Stati Membri, che individui regole chiare sul funzionamento e la strutturazione del prodotto, senza definire le caratteristiche dei soggetti istitutori (*provider*). Questi ultimi dovrebbero essere individuati nei soli intermediari già autorizzati ai sensi di una legislazione europea di settore (Solvency II, MiFID, UCITS, CRD IV, IORP), rendendo in tal modo non necessaria la definizione di un regime autorizzatorio *ad hoc*.

L'Associazione ha, poi, fornito il proprio contributo sulla definizione delle regole in tema di commercializzazione, nonché sulla strutturazione delle opzioni di investimento e della cosiddetta "*default option*".

Per quanto riguarda le regole in tema di commercializzazione, l'idea sottostante alla creazione dei PEPP è quella di incoraggiare il risparmio previdenziale di lungo termine attraverso l'introduzione di un prodotto europeo standardizzato, strutturato in modo semplice e facilmente riconoscibile dai risparmiatori, che possa essere commercializzato tramite il canale *on-line*. Sul punto in questione la Assogestioni ha richiamato l'attenzione sull'esigenza di definire, in modo chiaro, le regole di distribuzione e i presidi che devono essere posti a tutela dell'interesse degli aderenti.

Il dibattito sulla creazione di un *framework* normativo armonizzato a livello europeo per i prodotti pensionistici individuali proseguirà anche nel 2016 e l'Associazione continuerà certamente a essere parte attiva di tale dibattito.



6. Autoregolamentazione

6.1 Linee Guida in materia di incentivi

Nel corso del 2015 la CONSOB ha validato le Linee Guida predisposte dall'Associazione concernenti "La disciplina sugli incentivi per le SGR, le SICAV e le SICAF". Le Linee Guida in materia di incentivi perseguono lo scopo di porre le premesse per un innalzamento della qualità del servizio nei confronti degli investitori, assicurando nel contempo regole certe per gli operatori ai fini della corretta applicazione della normativa in materia. In questa prospettiva le Linee Guida costituiscono uno strumento di ausilio volto ad agevolare SGR e SICAV/SICAF nella corretta applicazione della disciplina, anche alla luce degli indirizzi emersi a livello comunitario e nazionale.

Le Linee Guida sono un cantiere aperto al servizio delle Associate che potranno essere oggetto di revisioni e integrazioni da parte dell'Associazione a seguito sia di un ulteriore confronto con le Associate sia di quanto emergerà a livello europeo, una volta completato il quadro normativo relativo alla MiFID II. La validazione delle Linee Guida da parte della CONSOB consente di individuare, dunque, un "porto sicuro" per le società che alle stesse intendessero ispirarsi (*safe harbour*), nel senso che i comportamenti operativi, ove conformi con le soluzioni applicative individuate nelle Linee Guida validate, saranno considerati dalla CONSOB in linea con il quadro normativo vigente.

6.2 Schema di "Documento di informazione" per i partecipanti a OICVM o a FIA aperti coinvolti in una operazione di fusione tra fondi non comunitaria

Sempre nel corso del 2015 l'Associazione ha raggiunto un altro importante risultato nell'ambito dell'autoregolamentazione. La Banca d'Italia ha, infatti, "riconosciuto" il Documento di informazione per i partecipanti a OICVM o a FIA aperti coinvolti in una operazione di fusione tra fondi non comunitaria, predisposto dall'Associazione, in quanto coerente con la finalità di assicurare ai partecipanti ai fondi coinvolti nelle operazioni di fusione una informativa accurata. In forza del predetto riconoscimento, lo Schema di Documento di informazione può essere utilizzato dalle Associate ai fini dell'autorizzazione in via generale delle operazioni di fusione tra OICVM o tra FIA aperti.

6.3 Revisione del Protocollo di Autonomia

Il recepimento in Italia della direttiva 2011/61/UE (c.d. AIFMD) ha comportato, tra l'altro, una rivisitazione della disciplina dei conflitti d'interessi nella prestazione del servizio di gestione collettiva. La novella apportata all'intera materia ha fatto sorgere, pertanto, l'esigenza di rivedere le singole raccomandazioni del Protocollo di Autonomia, anche al fine di meglio adattarle al citato *corpus* normativo di riferimento. L'opera di rivisitazione intrapresa dall'Associazione non ha interessato esclusivamente il merito delle singole raccomandazioni, bensì ha comportato,



anche e, in prima istanza, l'adozione di una diversa impostazione sistematica dell'intero impianto del Protocollo di Autonomia.

6.4 Revisione del Codice di Comportamento ai sensi del d. lgs. 231/01

Nel corso del 2015 l'Associazione è stata impegnata anche nella attività di aggiornamento del Codice di comportamento redatto ai sensi del d. lgs. n. 231/01, al fine di adattarlo e integrarlo alla luce delle innovazioni normative intervenute dall'ultima revisione dello stesso, nonché tenendo conto delle procedure e dei sistemi di controllo consolidatisi, nel frattempo, all'interno delle società.

Il Codice di Comportamento intende ispirare, dunque, le società nella realizzazione dei propri modelli organizzativi, fornendo una serie di indicazioni e misure, ritenute in astratto idonee a rispondere alle esigenze delineate dal Decreto, anche alla luce degli indirizzi giurisprudenziali maturati in ordine alle diverse fattispecie di reato. In linea con quanto prescritto dal Decreto, il Codice sarà trasmesso al Ministero della Giustizia, al fine di riceverne la relativa approvazione.

6.5 Linee Guida per valutazione dei beni in cui investono i FIA immobiliari

Le modifiche normative e regolamentari che hanno interessato il settore del risparmio gestito degli ultimi anni hanno comportato importanti cambiamenti in merito alle attività che le SGR sono tenute a porre in essere per effettuare una corretta valutazione dei beni in cui investono i FIA immobiliari.

In particolare, l'attuale quadro normativo e regolamentare impone alle SGR che gestiscono FIA immobiliari di dotarsi di politiche, procedure, risorse tecniche e professionali che assicurino, costantemente, una rappresentazione fedele e corretta del proprio patrimonio. Inoltre, alle SGR è richiesta l'istituzione di una funzione di valutazione dei beni che sia funzionalmente e gerarchicamente indipendente dalle funzioni preposte alla gestione.

Al fine di modellare tale precetto regolamentare in funzione delle specificità che caratterizzano il processo di valutazione dei beni in cui è investito il patrimonio dei FIA immobiliari, l'Associazione ha provveduto a effettuare una revisione delle Linee guida sul "Rapporto tra le SGR e gli esperti indipendenti nell'attività di valutazione dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari" elaborate nel 2010, con l'obiettivo di tracciare, nel rispetto della disciplina vigente, il profilo e le attività che possono essere attribuite alla funzione di valutazione, individuandone, nel contempo, il corretto posizionamento all'interno dell'organigramma delle SGR.

Inoltre, in virtù delle novità contenute nel decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 5 marzo 2015, n. 30, le Linee Guida, in aggiunta e fermo restando quanto disposto dalle previsioni normative e regolamentari in materia, contengono alcune indicazioni relative all'indipendenza e ai requisiti di professionalità degli esperti indipendenti, alle cause di incompatibilità con l'incarico assegnato, nonché alle modalità con le quali definire il compenso degli esperti medesimi.



Il processo di revisione, conclusosi nel mese di dicembre 2015 con la pubblicazione delle “Linee guida sulla valutazione dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari non quotate nei FIA immobiliari”, ha consentito di mettere a disposizione delle SGR che gestiscono FIA immobiliari uno strumento di supporto per la corretta applicazione della disciplina sulle valutazioni immobiliari, la cui rilevanza è stata più volte sottolineata dalle Autorità di vigilanza.

6.6 Principi italiani di *Stewardship*

Nel mese di settembre 2015 il Consiglio direttivo ha adottato una nuova versione dei “Principi italiani di *Stewardship* per l’esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate”. I Principi, rivolti alle società che prestano i servizi di gestione collettiva del risparmio o di gestione di portafogli, sono ora corredati da una serie di Raccomandazioni che delineano i comportamenti tipicamente necessari per realizzare gli obiettivi dei Principi stessi, sia sulla base delle *best practice* riconosciute a livello internazionale e delle posizioni emerse nel corso del processo di revisione della direttiva sui diritti degli azionisti sia tenendo conto delle specificità dell’ordinamento italiano.

Inoltre, conformemente a quanto previsto già nella prima versione approvata nel 2013, alla fine del 2015 è stato avviato il primo monitoraggio dell’applicazione dei “Principi italiani di *Stewardship*”. Il Consiglio direttivo ha affidato la rilevazione dei dati a un soggetto esterno – Ernst & Young (EY), che ha sviluppato un apposito questionario in collaborazione con il Gruppo di lavoro *Stewardship*, sulla base della nuova versione dei Principi e dell’esperienza maturata nel Regno Unito in relazione alla rilevazione dell’applicazione del *FRC’s Stewardship Code*.

6.7 Standardizzazione delle prassi operative

Il processo di standardizzazione dell’operatività dell’industria del risparmio gestito avviato nel 2011 ha visto nel 2015 il suo consolidamento nella prassi di molti operatori del risparmio gestito: una *survey* tra gli operatori ha mostrato che, in termini di patrimonio, il 58% dei fondi italiani e l’80% dei fondi esteri e *round-trip* sono già potenzialmente sottoscrivibili tramite operazioni ISO20022 e che una significativa crescita ulteriore (+39% e +12% rispettivamente) è prevista per i prossimi dodici mesi.

Parallelamente all’implementazione della messaggistica, nel corso dell’anno sono stati sviluppati e adottati i *data set* standard per lo scambio relativo alle informazioni inerenti alla normativa antiriciclaggio, FATCA e CRS così come è stato elaborato un modulo standard per la sottoscrizione dei fondi.

A conferma dell’impegno nel supportare la condivisione e la diffusione di standard operativi improntati all’efficienza, Assogestioni ha partecipato ai lavori del gruppo europeo per l’elaborazione del cosiddetto *Tripartite Template* per il *reporting* destinato alle società assicuratrici nell’adempimento degli obblighi informativi previsti dalla direttiva Solvency II.



6.8 Finanza sostenibile

Anche sul tema della finanza sostenibile è continuata l'attività dell'Associazione sia nell'ambito del gruppo di lavoro per l'investimento responsabile promosso da EFAMA, che si occupa del monitoraggio della normativa europea in materia e della elaborazione di una posizione comune tra le associazioni, sia all'interno del Forum per la Finanza Sostenibile.

In occasione della settimana per la finanza sostenibile Assogestioni ha avuto modo di incontrare il ministro Padoan per esprimere l'auspicio di azioni politiche che promuovano da una parte la comprensione e la consapevolezza sul tema della sostenibilità a tutti i livelli - dal piccolo risparmiatore al grande investitore istituzionale - e dall'altra la trasparenza e la competenza degli intermediari in tema di rendicontazione dell'applicazione di criteri ESG all'investimento dei capitali gestiti.



7. Corporate governance

Anche nel 2015 si è confermato l'impegno dell'Associazione nel tutelare i diritti degli azionisti, tramite il Comitato *corporate governance*, sempre attivo nella promozione della diffusione della cultura della *governance* tra gli operatori del mercato, e anche attraverso l'attiva partecipazione ai lavori del Comitato per la *Corporate Governance* delle società quotate.

Nel mese di marzo l'Associazione ha organizzato l'incontro annuale degli amministratori di minoranza. Investitori istituzionali italiani ed esteri, emittenti, componenti degli organi sociali eletti dalle minoranze, *advisor* e istituzioni sono stati coinvolti in un confronto sul tema "Investitori istituzionali attivi o attivisti? Dialogo sulla *stewardship*". La riflessione in materia di *stewardship* è proseguita, poi, durante il Salone del Risparmio, nell'ambito del quale si è svolta una apposita conferenza dal titolo "*Shareholder activism, engagement, stewardship: metodi e strategie per un dialogo continuo con le società*".

Il 3-4 dicembre, infine, si è svolta la prima *Italy Corporate Governance Conference* (ICGC), organizzata da Assogestioni e Assonime, con il supporto di Borsa Italiana e in cooperazione con l'OCSE, sotto l'egida del Comitato per la *Corporate Governance* nazionale. Alle due giornate, nel corso delle quali sono state affrontate le principali tematiche inerenti la *corporate governance*, la *stewardship* e l'*engagement*, hanno preso parte esponenti di primo piano delle istituzioni nazionali e internazionali e di tutta la comunità finanziaria. L'ICGC si è affermata, fin dalla sua prima edizione, come forum annuale di discussione e come occasione ideale per la presentazione dello "stato dell'arte" dell'ordinamento italiano e dell'autoregolamentazione.

Vale, inoltre, segnalare l'intensa attività del Comitato dei gestori che, pur essendo un organismo esterno all'Associazione, rappresenta investitori istituzionali associati e non associati nella loro attività di *engagement* delle società quotate. Grazie al Comitato, infatti, diversi gestori italiani e internazionali si distinguono, sin dal 1996, quali soggetti attivi nella presentazione di liste per l'elezione di amministratori e sindaci di minoranza nelle società quotate. Nella stagione assembleare 2015 sono risultati eletti o cooptati 29 consiglieri di amministrazione, 19 presidenti di collegi sindacali e 4 sindaci effettivi (nonché 22 sindaci supplenti).

Sono proseguite, infine, per tutto l'anno le sessioni di *induction* svolte in collaborazione con Assonime e finalizzate a fornire un programma di formazione continuativa dei componenti degli organi di amministrazione e controllo delle società, in linea con quanto raccomandato dal Codice di autodisciplina del 2011 e con l'esortazione dello stesso Comitato per la *Corporate governance* nazionale in occasione della presentazione del proprio Rapporto annuale 2014. Oltre al corso base, nel 2015 sono state organizzate anche alcune giornate di *follow up* su alcuni temi specifici, quali le operazioni con parti correlate, le remunerazioni, le responsabilità civili e penali degli amministratori e dei sindaci e la gestione dei rischi.



8. Comunicazione ed educazione finanziaria

Nel corso del 2015 l'Associazione ha dedicato particolare attenzione all'attività di studio dei risparmiatori, junior e senior. In uno scenario in continua evoluzione diventa sempre più importante avere maggiore consapevolezza delle abitudini di risparmio degli italiani, per questo sono state dedicate risorse all'attività di indagine che ha visto un doppio filone.

Il primo si è concluso nel primo trimestre del 2015 e si è concentrato sulle abitudini dei cosiddetti *Millennials*. Il secondo, invece, vedrà una sua conclusione entro il primo trimestre del 2016, ed è stato dedicato allo studio dei comportamenti dei risparmiatori senior che si trovano a dover affrontare una nuova ondata di crisi.

Grazie ai risultati emersi (e che emergeranno) da queste indagini l'Associazione imposterà l'attività di educazione finanziaria e di comunicazione con l'obiettivo di fornire all'industria un nuovo strumento utile a identificare le migliori risposte alle esigenze della clientela di qualunque fascia di età.

Ma la sfida dell'educazione finanziaria è stata colta dall'Associazione già 10 anni fa, con la creazione all'interno del proprio sito istituzionale di un'area dedicata al tema e denominata "investire per il futuro". E in questi 10 anni è stata costantemente incrementato l'impegno su questo fronte con l'avvio, nel 2015, di un processo di collaborazione con alcune delle principali testate nazionali per lo sviluppo dell'educazione finanziaria e oltre diecimila studenti coinvolti nelle prime sei edizioni del Salone del Risparmio.

Salone del Risparmio che anche nel 2015 ha confermato la propria capacità di essere un punto di incontro unico tra figure professionali, famiglie, studenti, operatori del settore e istituzioni. La sesta edizione dell'evento, ideato e organizzato da Assogestioni, si è focalizzata sul tema "Il Nuovo Risparmio: strumenti per comprenderlo, soluzioni per gestirlo": partendo dall'analisi dell'attuale evoluzione economico-finanziaria, che ha inciso sulle abitudini di risparmio degli italiani e sul lavoro dei professionisti del settore, sempre di più chiamati a costruire nuovi strumenti e soluzioni d'investimento, la tre giorni si è posta come obiettivo principale quello di analizzare le difficoltà del Paese per affrontare un nuovo percorso nella gestione del risparmio.

Ma la sesta edizione del Salone del Risparmio si è anche distinta per i numeri record: sono state oltre 150 le aziende presenti alla "tre giorni" dedicata al risparmio, oltre 15.000 le visite, più di 110 le conferenze e 350 i relatori internazionali. L'edizione del 2015 ha visto anche le istituzioni (governo, autorità di vigilanza, università...) svolgere un ruolo da protagonista a conferma del valore che l'evento ha ormai assunto a livello nazionale. Un palcoscenico unico per consentire all'industria di comunicare in maniera diretta con il Paese, le istituzioni e i media.



9. Considerazioni conclusive

Da oltre trent'anni l'industria del risparmio gestito rappresenta una preziosa risorsa al servizio del risparmio delle famiglie e della crescita del nostro Paese. Il suo contributo allo sviluppo di un moderno mercato dei capitali è stato fondamentale e oggi essa è protagonista di primo piano nell'offerta dei servizi di gestione professionale del risparmio.

Innovazione di prodotto, architettura aperta, multicanalità e contendibilità oggi sono realtà concrete e consolidate nel nostro mercato. Ne beneficiano le numerose categorie di investitori – dal piccolo risparmiatore al cliente istituzionale – che ricorrono ai fondi comuni e ai servizi di gestione di portafoglio per soddisfare i loro variegati bisogni di investimento. E ne beneficia anche l'offerta che si struttura con soluzioni e relazioni tali per cui aumentano la resistenza agli *shock*, la capacità di rispondere alle dinamiche della domanda e quella di innovare.

Chiudo la mia esperienza come presidente di Assogestioni in un momento in cui proprio sul terreno dell'innovazione il settore è chiamato a giocare la sua prossima fondamentale sfida. L'industria ha bisogno di ripensarsi cercando sempre di più di fornire soluzioni concrete per i risparmiatori. In futuro continueranno a servire prodotti che abbiano come missione il raggiungimento di obiettivi specifici, come proteggere il capitale o assicurare un flusso di reddito. In questo senso continuare a fornire soluzioni il cui obiettivo è misurato rispetto a indici di mercato potrebbe non essere più sufficiente, mentre potrebbero servire soluzioni che si misurano rispetto a realtà economiche concrete, come la crescita e l'inflazione.

Ci troviamo di fronte ad un'occasione storica, mai capitata prima.

Come noto il sistema finanziario italiano ed europeo, ancora largamente dipendente dal credito bancario, sarà sempre meno in grado di fornire da solo al sistema produttivo, quindi all'economia reale, un ammontare di risorse adeguato al finanziamento della ripresa e dello sviluppo. La situazione è particolarmente penalizzante per le imprese di minori dimensioni per le quali risulta più difficile far fronte alla restrizione creditizia sostituendo i prestiti bancari con altri mezzi di finanziamento.

Le società di gestione amministrano una fetta importante e crescente delle risorse del Paese. Ciò consentirà loro di giocare un ruolo centrale nel processo di canalizzazione che, in maniera ordinata, trasparente e finanziariamente efficiente, dovrà portare masse crescenti di risparmio delle famiglie verso l'economia reale, specialmente verso le imprese di piccole e medie dimensioni. Un tema sul quale, anche grazie all'intenso lavoro dell'Associazione, le autorità dimostrano di avere sviluppato una crescente sensibilità.

Tuttavia affinché ciò possa avere una rapida e pratica realizzazione, considerata la particolare natura illiquida di questa nuova *asset class*, è necessario che la politica, superando le incertezze del passato, riconosca al risparmio orientato al lungo termine lo status di obiettivo di *policy*, grazie a uno specifico regime di favore, anche (ma non solo) di carattere fiscale.



Assogestioni crede che l'istituzione di prodotti specificatamente orientati all'investimento di lungo periodo a sostegno delle piccole e medie imprese possa essere una delle soluzioni di maggiore interesse ed efficacia per far fronte alle necessità di sviluppo e alle mutate condizioni della nostra economia.

Modulare le aliquote fiscali in funzione della lunghezza del periodo di mantenimento dell'investimento sarebbe un incentivo importante per stimolare chi ancora non si è rivolto al risparmio gestito. Tale processo sosterebbe la raccolta di risorse preziose per il finanziamento del sistema produttivo del Paese. Allo stesso tempo le famiglie avrebbero a disposizione un utile strumento per orientare il proprio portafoglio finanziario, troppo spesso schiacciato sul breve termine e poco diversificato, nella direzione di una maggiore efficienza.

Le nostre istituzioni potranno così dimostrare una convinta e attenta partecipazione a quella che a tutti gli effetti è la sfida più importante per il futuro della nostra economia: traghettare il sistema di finanziamento delle imprese verso un modello in cui un mercato dei capitali più ampio e diversificato così come soluzioni di investimento orientate alla medio-lunga durata siano in grado di intercettare e convogliare il risparmio delle famiglie italiane a favore dell'economia del Paese e della sua crescita.

L'industria del risparmio gestito è pronta a raccogliere questa sfida.