



ODG 1. Relazione del Presidente



Gentili associate, gentili associati,

il 2014 è stato un anno eccezionale per la nostra industria. La raccolta netta – che fin dal 2013 era tornata a livelli ampiamente positivi – si è ulteriormente e significativamente accresciuta al punto da raggiungere nell’arco di soli dodici mesi quota 134 miliardi di euro.

I nuovi, ingenti flussi di risorse, il cui ammontare è secondo solamente a quello registrato nell’anno *boom* dei fondi comuni (1998), si sono felicemente combinati con l’andamento generalmente positivo dei principali segmenti del mercato finanziario.

Questa duplice favorevole circostanza ha spinto il patrimonio gestito su valori mai toccati nel corso della più che trentennale storia del mercato italiano del risparmio gestito: alla fine del 2014 esso sfiorava infatti i 1.585 miliardi di euro facendo segnare un incremento su base annua di quasi il 20%. Un tasso di crescita superiore a quello registrato nello stesso periodo dall’industria dei fondi comuni a livello europeo (+16%).

Le statistiche più recenti, relative alla fine di febbraio, danno il patrimonio gestito in crescita ulteriore a 1.675 miliardi. Si tratta di una cifra superiore al PIL italiano ed equivalente al 40% del totale delle attività finanziarie detenute dalle famiglie.

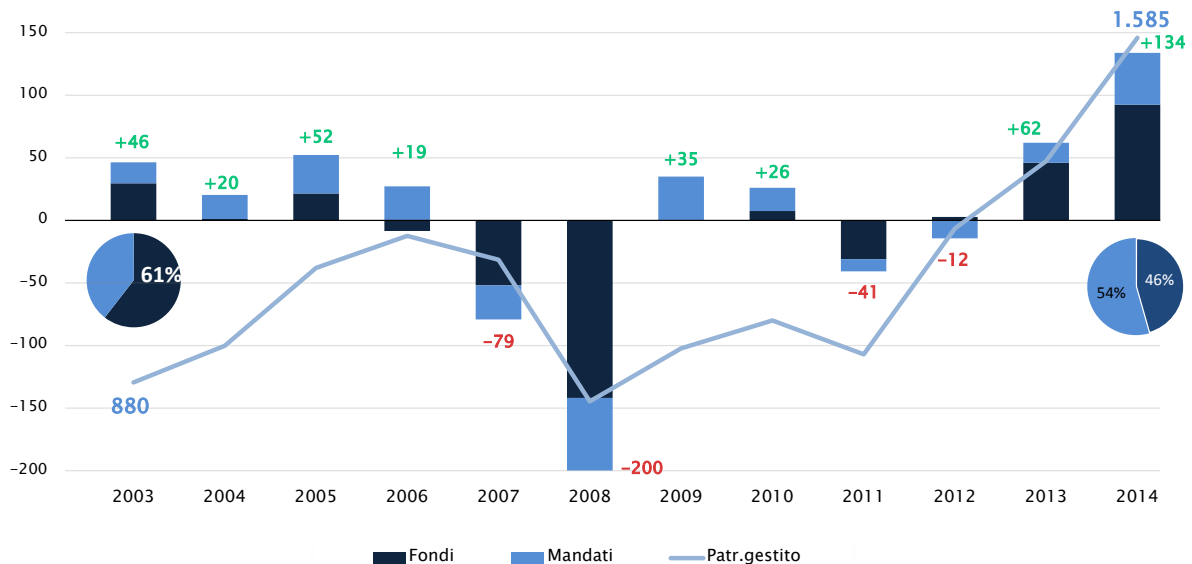


Figura 1. Patrimonio gestito e raccolta (miliardi di euro) suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anni 2003-2014.

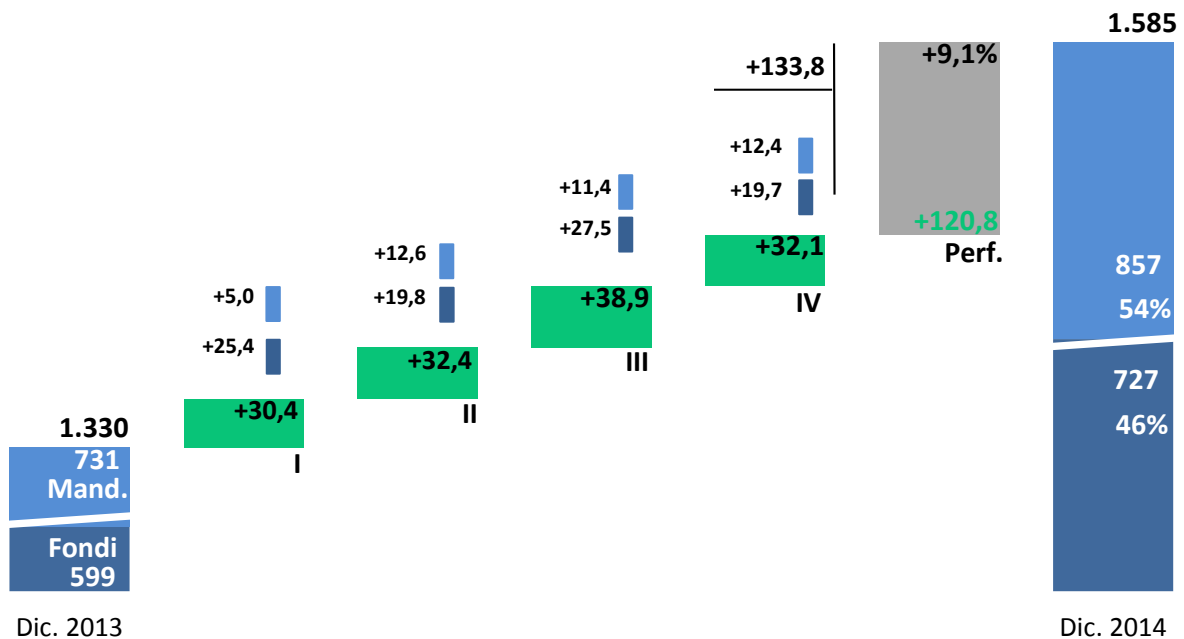


Figura 2. Patrimonio gestito, raccolta netta trimestrale (miliardi di euro) ed effetto *performance* suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anni 2013-2014.

1. Il mercato del risparmio gestito nel 2014

La ripartizione del patrimonio gestito per tipologia di prodotto vede la prevalenza dei servizi di gestione di portafoglio su base discrezionale (mandati conferiti da clienti istituzionali e *retail*, rispettivamente il 47% e il 7% del totale) seguiti dai prodotti di gestione collettiva (fondi comuni aperti e chiusi, rispettivamente il 43% e il 3% del totale).

1.1 Le gestioni di portafoglio

Nell'ambito dell'industria del risparmio gestito è in atto da vari anni un processo caratterizzato da una crescita dell'incidenza del servizio di gestione di portafoglio sul patrimonio complessivo, che dal 40% della fine del 2003 si è progressivamente portata, nel giro di un decennio, al 54% per un controvalore di 857 miliardi di euro.

Nel mercato dei servizi di gestione di portafoglio, quelli dedicati alle compagnie di assicurazione rappresentano la parte più rilevante (70% circa). Nel complesso queste affidano alle SGR la gestione di attivi relativi a polizze tradizionali e *linked* per un ammontare di 590 miliardi.

I mandati conferiti dalle forme di previdenza ammontano a 75 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 2014 ha raccolto nuovo risparmio per più di 4 miliardi, sono da attribuire al noto insufficiente sviluppo del risparmio previdenziale nel nostro Paese.

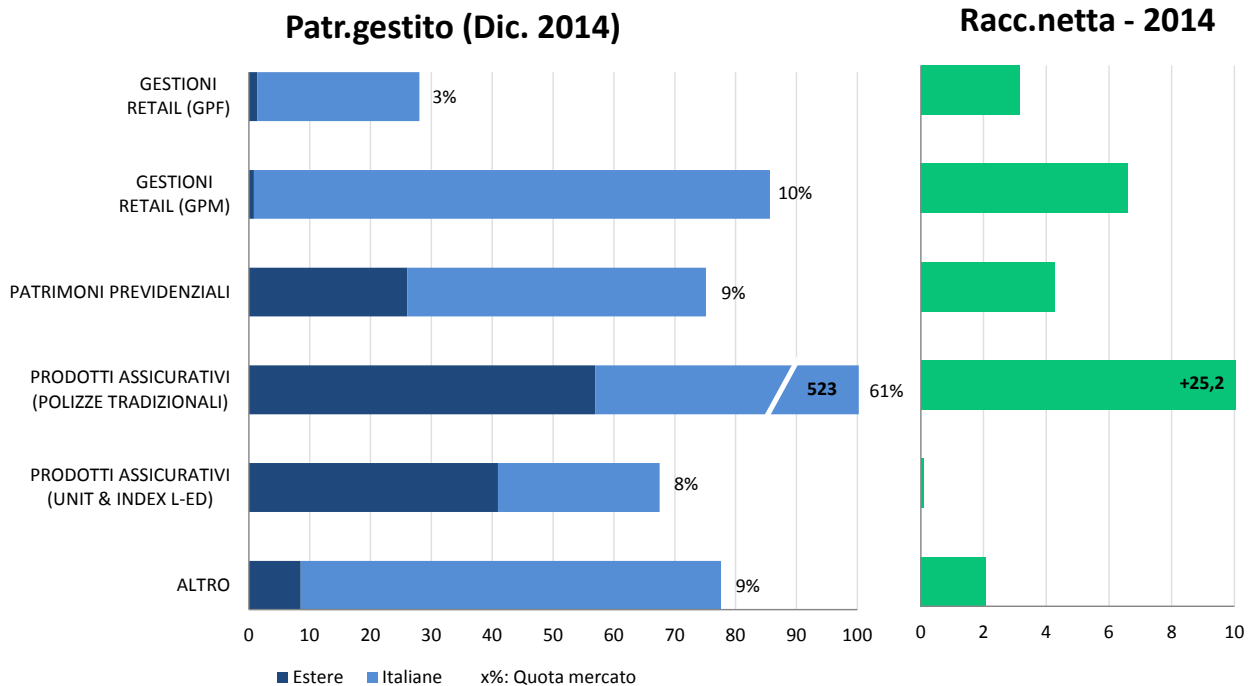


Figura 3. Gestioni di portafoglio: patrimonio gestito a fine 2014 e raccolta per l'anno 2014, miliardi di euro.

Il 13% delle gestioni di portafoglio, pari a 113 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 di quasi 10 miliardi.

1.2 I fondi aperti

Come nel 2013 anche nell'anno appena trascorso il maggior contributo alla crescita dell'industria è venuta dai fondi comuni, con una raccolta di più di 91 miliardi di euro e una crescita delle masse gestite superiore al 22%.

A fine anno il patrimonio complessivo dei fondi aperti risulta pari a 684 miliardi di euro. Il 30% è rappresentato da prodotti istituiti in Italia, un altro 41% 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 29% è rappresentato da fondi istituiti fuori dal nostro Paese da gruppi di gestione esteri.



Nel corso dell'anno la raccolta netta dei prodotti italiani è quasi triplicata passando dagli 11 miliardi del 2013 ai 32 del 2014. 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 raddoppiare la raccolta (da 15 a più di 30 miliardi) mentre i fondi promossi da gestori esteri hanno consolidato ulteriormente la propria presenza nel nostro mercato raccogliendo più di 28 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 indiretto degli interventi messi in campo dalla BCE per contrastare le difficoltà dell'eurosistema originate dalla crisi del debito sovrano.

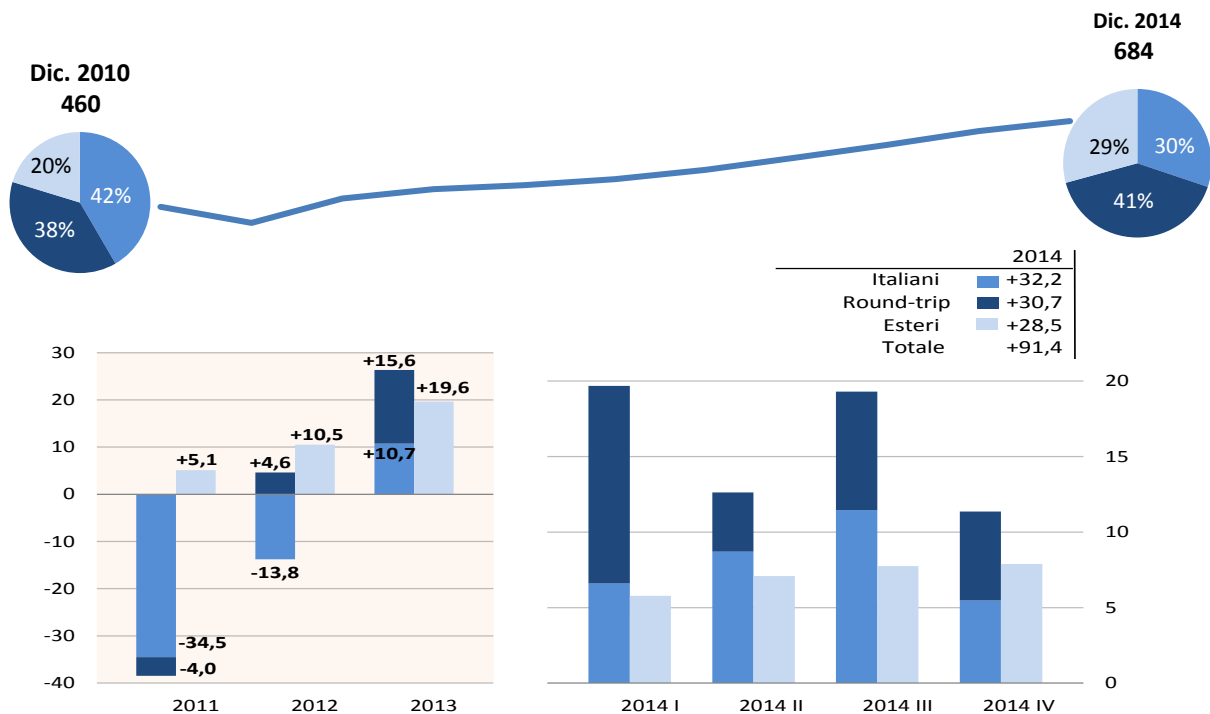


Figura 4. Fondi aperti: patrimonio gestito e raccolta per diritto del prodotto (miliardi di euro). Anni 2011-2014.

Analizzando i dati di raccolta per *asset class* si può osservare come tra i fondi azionari il 2014 ha fatto registrare valori positivi in quasi tutte le categorie (i Paesi emergenti rappresentano l'eccezione più vistosa); tra i maggiori beneficiari i prodotti che investono sul mercato europeo, quelli con vocazione internazionale e i fondi a maggiore specializzazione. La specializzazione ha fatto premio anche tra i fondi obbligazionari (8 miliardi di nuovi flussi).

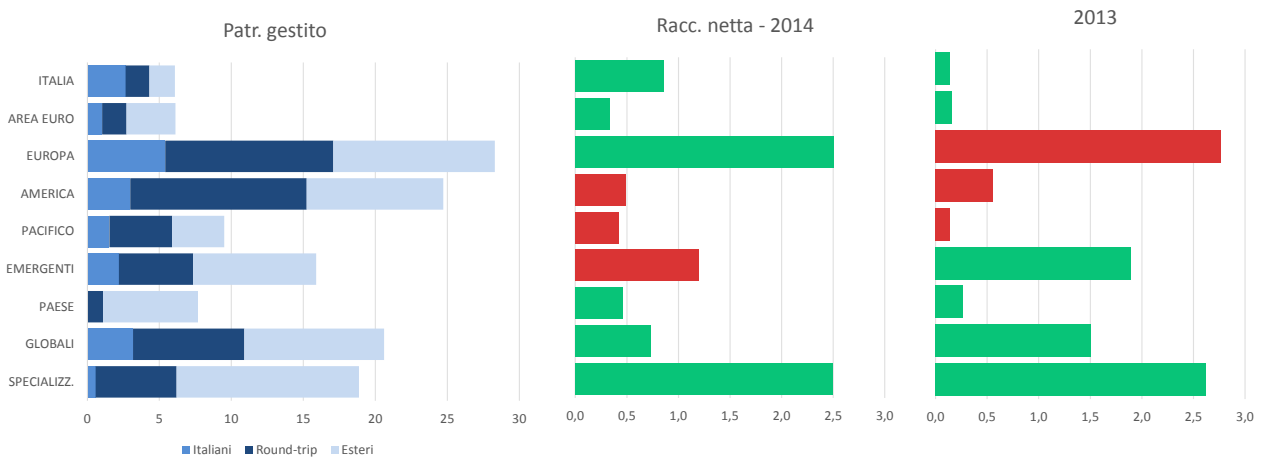


Figura 5: Fondi aperti. Patrimonio e raccolta netta promossa (miliardi di euro) delle categorie dei fondi azionari degli anni 2013-2014.

Nel corso degli ultimi due 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 si sono orientate sempre più verso formule di investimento che prevedono la possibilità di esporsi in maniera dinamica ad 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 nuove proposte di investimento è fornita dal notevole incremento della raccolta netta della categoria dei fondi flessibili, il cui dato annuale supera i 42 miliardi di euro.

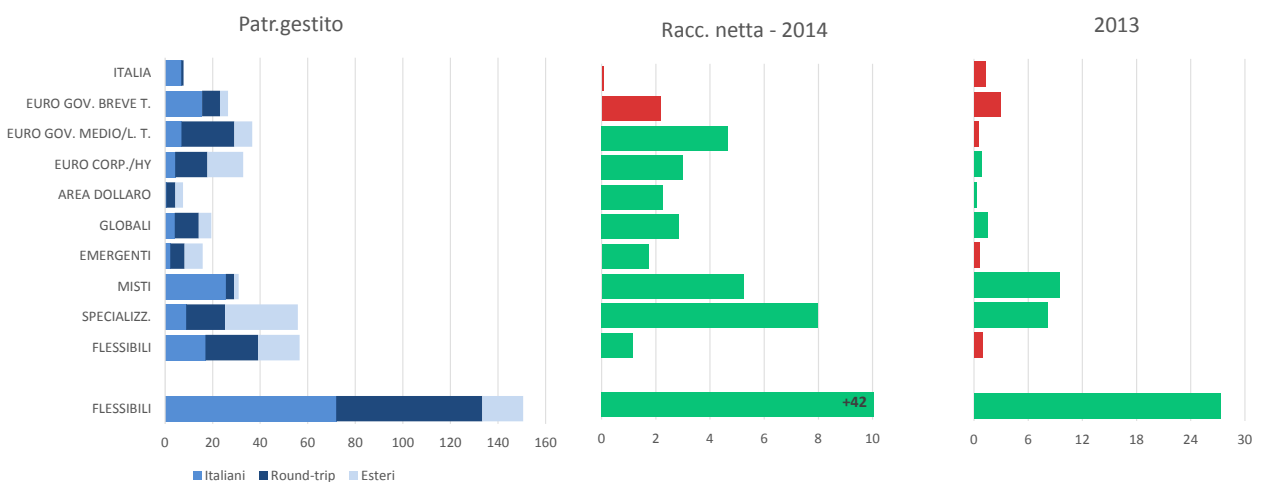


Figura 6: Fondi aperti. Patrimonio e raccolta netta promossa (miliardi di euro) delle categorie dei fondi obbligazionari e flessibili degli anni 2013-2014.



1.3 I fondi chiusi immobiliari

A fine 2014 il totale delle attività dei fondi immobiliari censiti da Assogestioni è di 43 miliardi di euro, pari al 3% del totale del mercato del risparmio gestito. Questi prodotti sono caratterizzati dal frequente ricorso alla leva e l'indebitamento medio è pari al 38% dell'attivo.

Il comparto risulta dominato dai fondi riservati agli investitori istituzionali: si tratta di oltre 190 prodotti che rappresentano più dell'85% 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 (89% il dato medio). La ripartizione degli investimenti immobiliari per destinazione d'uso vede la prevalenza dei cespiti adibiti a uffici (52%) 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 (33%).

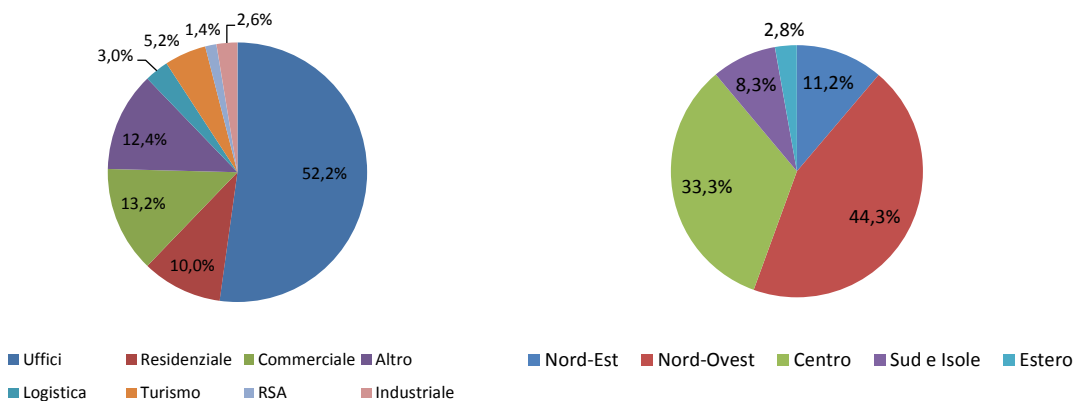


Figura 7: Fondi immobiliari. Totale delle attività ripartite per destinazione d'uso e area geografica. Giugno 2014.

2. L'attività dell'Associazione nel contesto dell'evoluzione del quadro normativo

2.1 Recepimento della direttiva 2011/61/UE sui gestori dei fondi di investimento alternativi (Alternative Investment Fund Managers Directive - "AIFMD")

Nell'anno 2014 sono proseguiti i lavori di recepimento della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 (di seguito "AIFMD") concernente i gestori di fondi di investimento alternativi.

Il recepimento della direttiva AIFM, avviato con le modifiche al TUF apportate dal d.lgs. del 4 marzo 2014, n. 44, è stato completato con una serie di provvedimenti



del Ministero dell'economia e delle finanze, della Banca d'Italia e della CONSOB. I provvedimenti sono stati pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale, Serie Generale n. 65 del 19 marzo 2015 e nel relativo Supplemento Ordinario n. 11.

Il nuovo quadro normativo di riferimento, oltre a recepire la disciplina comunitaria, opera una revisione e razionalizzazione complessiva della normativa in materia di gestione collettiva, tenendo anche conto delle istanze rappresentate dall'Associazione.

Per gli aspetti connessi con il recepimento della direttiva AIFM, le principali novità riguardano: la riserva di attività; la disciplina dell'autorizzazione e del capitale minimo; la politica di remunerazione; la disciplina delle SICAF; l'adeguatezza patrimoniale dei gestori; la disciplina dei FIA; la valutazione dei beni del fondo; i prospetti contabili; l'operatività transfrontaliera; la procedura di commercializzazione dei FIA; le società fantasma; i gestori sotto-soglia.

In relazione agli "altri aspetti" le principali novità concernono: la disciplina dei partecipanti al capitale di SGR, SICAV e SICAF; i gestori di fondi EuVECA ed EuSEF; il regolamento di gestione dei fondi (quotazione dei fondi; provvigione di incentivo; schema di regolamento semplificato); la relazione sulla struttura organizzativa; il sistema dei controlli interni.

2.2 Decreti Crescita, Destinazione Italia e Competitività.

Con la conversione in legge dei Decreti Crescita del 2012, Destinazione Italia e Competitività del 2014, il legislatore italiano ha introdotto una serie di novità volte a sviluppare forme di finanziamento per le piccole e medie imprese alternative e complementari al canale bancario che coinvolgono direttamente il mondo delle SGR. Tra gli strumenti individuati dalle recenti misure assumono particolare rilevanza i cosiddetti fondi di credito e i fondi di mini *bond*.

Per quanto riguarda i fondi di credito, l'articolo 22, comma 5 del Decreto Competitività, tenendo conto delle istanze rappresentate dall'Associazione, ha modificato il TUF consentendo di istituire OICR abilitati a investire non soltanto in crediti concessi da terzi, ma anche in crediti erogati direttamente a valere sul patrimonio dell'OICR. Si tratta di una novità in linea con le recenti iniziative legislative in ambito europeo volte a creare un *framework* normativo comunitario in materia di fondi d'investimento a lungo termine (ELTIF). Il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia individua, inoltre, norme specifiche, non derogabili, per i FIA (*retail* e riservati) che investono in crediti.

Per i fondi di mini *bond*, strumenti che investono prevalentemente in obbligazioni emesse da società non quotate, di piccola e media dimensione, l'art. 12 del Decreto Destinazione Italia ha invece introdotto misure volte a favorire la crescita di questi strumenti. In particolare è stato previsto che le quote di fondi che investono prevalentemente in mini *bond* o in titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto mini *bond* costituiscono attivi idonei a copertura delle riserve tecniche assicurative e sono compatibili con le



disposizioni in materia di limiti di investimento per i fondi pensione. E' stata inoltre riconosciuta la possibilità per il Fondo centrale di garanzia per le PMI di estendere la garanzia anche in favore delle SGR che, in nome e per conto di fondi comuni d'investimento da esse gestite, sottoscrivono mini *bond* o portafogli di mini *bond*.

Sia per i fondi di credito sia per i fondi di mini *bond* non mancano però le criticità. Proprio per questo l'Associazione, al fine di supportare le società associate, ha avviato una serie di *workshop* ai quali saranno, di volta in volta, invitati i rappresentanti delle società associate e, secondo le esigenze, rappresentanti del governo, delle autorità di vigilanza, degli emittenti e degli istituti di credito. Tra le possibili proposte, che i partecipanti ai *workshop* saranno chiamati a valutare, si possono prefigurare un *position paper* e/o delle linee guida per l'industria, da sottoporre agli organi di governo dell'Associazione.

2.3 Recepimento degli Orientamenti dell'ESMA su questioni relative agli ETF e ad altri OICVM

La modifica della disciplina relativa alle caratteristiche che devono avere gli indici finanziari sottostanti a strumenti derivati effettuata a seguito del recepimento degli Orientamenti dell'ESMA su questioni relative agli ETF e ad altri OICVM, ha visto l'Associazione impegnata nell'analisi della conformità dei numerosi indici finanziari sottostanti i derivati impiegati dalle SGR.

In tale contesto Assogestioni ha contribuito ai lavori dell'Associazione europea (EFAMA), volti, da un lato, a sensibilizzare l'associazione degli *index provider* a rendere disponibili le informazioni richieste dai citati Orientamenti e, dall'altro, a sviluppare un questionario *standard* per la raccolta delle informazioni necessarie a soddisfare le esigenze di *due diligence* dei gestori.

2.4 Normativa antiriciclaggio

Nel corso del 2014 il Comitato di sicurezza finanziaria (CSF) ha condotto il primo *National Risk assessment*, al fine di analizzare i possibili rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo presenti nel nostro Paese e per adempiere alle raccomandazioni del Gruppo di azione finanziaria internazionale (GAFI).

L'Associazione ha contribuito in modo attivo alle diverse fasi dell'analisi sui principali rischi nazionali, sia partecipando agli incontri organizzati dal CSF sia predisponendo documenti volti a chiarire gli elementi che caratterizzano il funzionamento dell'industria del risparmio gestito, i rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo ravvisati dalle SGR, nonché i relativi presidi posti in essere.

Nel mese di novembre il CSF ha reso noti i risultati dell'analisi condotta, dalla quale è emerso che le SGR hanno posto in essere presidi idonei a contrastare i



rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo ai quali possono essere esposte.

Le analisi effettuate dal CSF hanno rappresentato solo il primo passo verso la più importante valutazione effettuata dal Fondo Monetario Internazionale (FMI) per conto del GAFI, volta a giudicare il livello di corrispondenza tra i modelli di prevenzione e di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo posti in essere nel nostro Paese e le raccomandazioni del GAFI medesimo.

A tale proposito l'Associazione, unitamente ad alcune società selezionate dal CSF e dal FMI, ha ricevuto la visita *on site* da parte dei valutatori del FMI i quali hanno analizzato, nel dettaglio, i modelli utilizzati e il grado di attenzione che le SGR prestano per la prevenzione e il contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo.

Per quanto riguarda il processo di evoluzione, in ambito europeo, della normativa antiriciclaggio, l'Associazione ha continuato la sua attività di monitoraggio e dialogo con il Dipartimento del Tesoro e le Autorità competenti in vista dell'approvazione definitiva della IV direttiva antiriciclaggio, il cui definitivo accordo di compromesso è stato raggiunto, peraltro, in occasione del semestre Italiano di presidenza europea.

A tale proposito, preme ricordare come l'Associazione, in più di un'occasione, abbia fatto pervenire al MEF e alle Autorità di vigilanza, alcune proposte volte a consentire una semplificazione degli obblighi imposti alle SGR, quali, ad esempio, l'eliminazione dell'obbligo di istituzione e tenuta dell'AUI e la rimozione degli adempimenti in capo alle SGR, nel caso in cui questi siano già assolti da altro intermediario parimenti tenuto al rispetto della disciplina antiriciclaggio, nonché la depenalizzazione delle sanzioni.

2.5 Questioni di specifico interesse per le società di gestione del risparmio immobiliari

Proroga straordinaria della durata dei fondi. Nel corso del 2014, l'Associazione ha riservato una parte importante della propria attività alle tematiche di specifico interesse per le società che istituiscono e gestiscono FIA immobiliari, anche al fine di pervenire a soluzioni operative in grado di ovviare alle difficoltà connesse alla delicata fase di congiuntura economica che si è venuta a determinare negli ultimi anni.

Anche a seguito delle richieste e delle proposte avanzate dall'Associazione, con la legge 11 agosto 2014 n. 116, di conversione del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91, è stata prevista una procedura straordinaria per la modifica dei regolamenti dei FIA immobiliari quotati, al fine di stabilire la possibilità di prorogare la durata dei FIA medesimi.

A tale proposito, si ricorda come l'Associazione avesse già predisposto e pubblicato, nel mese di marzo 2013, un *Position Paper* con il quale, tenendo conto della fase negativa di mercato, nonché dell'elevato numero di FIA



immobiliari quotati prossimi alla scadenza, era stata individuata una soluzione operativa che consentisse di evitare la dismissione degli attivi a valori di mercato eccessivamente penalizzanti garantendo, nel contempo, la tutela degli interessi dei partecipanti ai fondi medesimi.

Al fine di agevolare l'attività delle società interessate alla procedura di proroga straordinaria, l'Associazione ha elaborato, nell'ambito dei lavori della *Task Force* fondi immobiliari, una proposta di avviso di convocazione dell'assemblea e di modifica dei regolamenti di gestione dei fondi per l'esercizio della proroga straordinaria del termine di durata dei medesimi.

Recepimento della direttiva AIFM. Tra le numerose modifiche apportate al TUF in relazione al recepimento della direttiva AIFM, appare opportuno sottolineare come un aspetto di assoluta novità sia stato rappresentato dall'introduzione delle SICAF - OICR chiusi costituiti in forma di società per azioni a capitale fisso - la cui inclusione, all'interno del nostro ordinamento giuridico, era stata più volte auspicata e sostenuta da Assogestioni.

La SICAF, tuttavia, non si concretizza solamente come tipizzazione di strutture già esistenti, bensì anche, e soprattutto, come nuovo veicolo di investimento che, ampliando e completando la gamma degli strumenti attraverso i quali svolgere l'attività di gestione collettiva del risparmio, consente di dare adeguata risposta alle specifiche esigenze di talune tipologie di investitori che non trovavano idonea rappresentazione negli strumenti già esistenti. È opportuno ricordare, infatti, che ciò che connota le strutture societarie rispetto a quelle contrattuali, è il ruolo che il socio investitore ha nella gestione dell'OICR, potendo, attraverso l'esercizio del diritto di voto, incidere sulle strategie di investimento.

La SICAF permette, quindi, non solo di superare i problemi legati alla *governance* dei fondi chiusi, grazie alla coincidenza tra investitori e azionisti, ma anche di risolvere le difficoltà derivanti dall'applicazione, a questi prodotti, di normative di derivazione comunitaria prevalentemente concepite per veicoli di investimento che assumono la forma societaria, piuttosto che quella contrattuale del patrimonio autonomo e separato.

In occasione del processo di recepimento della direttiva AIFM l'Associazione ha fatto pervenire al MEF, tra le altre, alcune proposte di specifico interesse per le società che istituiscono e gestiscono FIA immobiliari quali, ad esempio, quelle inerenti alla possibilità di istituire FIA immobiliari in forma aperta, una diversa e più ampia definizione di partecipazioni in società immobiliari (al fine di ricomprendere anche le società diverse da quelle di capitali), nonché ulteriori chiarimenti al fine di meglio definire le modalità di accesso all'investimento in FIA riservati da parte di investitori non professionali.

Nel mese di giugno 2014, l'Associazione ha altresì preso parte alla consultazione avviata dalla Banca d'Italia e dalla CONSOB per il recepimento della direttiva AIFM nella regolamentazione secondaria, veicolando, anche attraverso il lavoro svolto dalla *Task Force* Fondi Immobiliari, le proprie proposte di modifica con particolare



riferimento al tema della esternalizzazione di funzioni essenziali e importanti, alla commercializzazione dei FIA riservati e alla valutazione dei beni.

2.6 Novità e prospettive del quadro normativo europeo

Nel corso del 2014 hanno continuato il proprio percorso quattro provvedimenti di peculiare interesse per l'industria del risparmio gestito: MiFID II, UCITS V, PRIIPs ed ELTIFs.

Il 12 giugno 2014 è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea, la direttiva 2014/65/UE (direttiva MiFID II) e del regolamento (UE) n. 600/2014 (regolamento MiFIR) in tema di mercati finanziari. Lo scorso 19 dicembre l'ESMA ha pubblicato il *Final Report* recante i pareri tecnici alla Commissione Europea in relazione all'adozione di atti delegati che la stessa Commissione è tenuta a predisporre, ai sensi della direttiva MiFID II e del regolamento MiFIR (per ciò che concerne solamente la disciplina della c.d. *product intervention*). Il *Final Report* segue la Consultazione avviata dall'ESMA lo scorso 22 maggio (ESMA/2014/549), alla quale anche questa Associazione ha partecipato con specifico riferimento alle tematiche di *investor protection*.

L'Associazione ha inoltre seguito da vicino il processo di definizione della direttiva UCITS V, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il 28 agosto 2014, e del Regolamento sui PRIIPs pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il 9 dicembre 2014. Con specifico riferimento alla UCITS V l'Associazione ha anche risposto, lo scorso ottobre, alla consultazione dell'ESMA sui pareri tecnici in tema di depositario, necessari alla predisposizione degli atti delegati da parte della Commissione europea.

Nel quadro delle iniziative europee di armonizzazione dei fondi di investimento, il 2014 è stato caratterizzato dalla prosecuzione dell'intenso dibattito relativo alla proposta di regolamento della Commissione europea concernente i fondi di investimento a lungo termine (di seguito, ELTIF). Tale iniziativa, che segue la pubblicazione nel 2013 del "*Green Paper on Long-term financing of the European Economy*" da parte della stessa Commissione, risponde all'esigenza di rilanciare il finanziamento dell'economia reale europea, contribuendo ad agevolare, per le imprese, forme di finanziamento alternative al credito bancario. Il regolamento mira a creare un fondo di investimento armonizzato alternativo che investa prevalentemente in attività a lungo termine illiquide, specificatamente individuate, e che possa essere offerto anche a investitori *retail*.

L'accordo politico sulla proposta di regolamento è stato raggiunto durante il semestre di Presidenza italiana del Consiglio dell'Unione europea ed è del 10 marzo 2015 l'approvazione del regolamento ELTIFs da parte del Parlamento europeo in seduta plenaria, che apre la strada alla successiva approvazione in Consiglio e alla pubblicazione nella Gazzetta ufficiale. In tale contesto l'Associazione ha collaborato a stretto contatto con il MEF e con l'EFAMA.



Il regolamento EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) entrato in vigore nel 2012 ha continuato il proprio percorso di attuazione e ha visto nel 2014 l'approvazione e l'entrata in vigore dei nuovi *standard* tecnici di applicazione e le relative consultazioni. Il regolamento prevede l'obbligo di *reporting* per gli scambi di derivati, la centralizzazione del *clearing* di molte classi di derivati OTC tramite *Central Clearing Platforms* (CCP) con la definizione di regole comuni per CCP e *Trade repositories*. L'Associazione, in dialogo con le autorità, si è adoperata per chiarire il perimetro di applicazione e gli impatti operativi dell'attuazione della normativa che anche nel corso del 2015 continuerà il suo iter attuativo.

Nel corso del 2014 l'Associazione ha inoltre seguito i lavori sulla proposta di regolamento della Commissione sugli indici usati come valori di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari 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 oltre che iii) vigilare sugli indici considerati critici. L'ambito di applicazione della proposta è ampio e riguarda gli indici utilizzati come sottostanti di strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati, nell'ambito di contratti finanziari (es. mutui ipotecari) e per il confronto con le *performance* degli OICR.

La proposta di regolamento della Commissione sulla segnalazione e la trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli, la cui discussione è proseguita anche nel 2014, è volta a migliorare la stabilità finanziaria nell'UE aumentando la disponibilità di informazioni su operazioni di particolare rilevanza quali i *repo*, i *buy-sell back* e il prestito titoli. La proposta è d'interesse per l'industria in quanto prevede un nuovo obbligo di *reporting* periodico analogo a quello previsto dalla disciplina EMIR in relazione all'operatività in strumenti derivati. Inoltre per gli OICR sono previsti particolari obblighi di trasparenza nei confronti degli investitori che tuttavia non trovano applicazione ad altre tipologie di prodotti finanziari.

Il 2014 ha visto infine il proseguimento dei lavori sulla proposta di regolamento sui fondi di mercato monetario che si sono concentrati in particolare sulla disciplina dei fondi a NAV costante.

Con riferimento alla *corporate governance*, il 2014 ha visto accresciuto l'interesse sia delle istituzioni nazionali sia di quelle comunitarie e a livello internazionale per il ruolo svolto dai gestori quali investitori istituzionali. La Commissione europea, infatti, ha presentato lo scorso aprile una proposta di revisione della direttiva sui diritti degli azionisti e ha approvato una specifica Raccomandazione in tema di qualità della relazione sulla *corporate governance* e sull'utilizzo del principio del *comply or explain*.

3. I principali dossier fiscali

Nel corso del 2014, anche sotto il profilo fiscale, l'attività dell'Associazione è stata particolarmente intensa.



Come noto, a decorrere dal 1° luglio 2014, è stato disposto l'aumento dal 20 al 26% dell'aliquota di tassazione dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria, ivi inclusi i redditi derivanti dalla partecipazione ad OICR, italiani ed esteri. In particolare, con riferimento ai redditi derivanti da OICR, l'aliquota del 26% ha trovato applicazione sui proventi realizzati a decorrere dal 1° luglio 2014 in sede di rimborso, cessione o liquidazione delle quote o azioni, ferma restando l'applicazione dell'aliquota del 20% sugli importi maturati al 30 giugno 2014, senza necessità per gli investitori di dover anticipare il pagamento dell'imposta alla predetta data al fine di assicurarsi la tassazione con la minore aliquota.

Fondamentale al riguardo è stato il lavoro dell'Associazione volto a individuare le soluzioni operative meno onerose per il settore del risparmio gestito anche attraverso l'introduzione, in sede di recepimento della direttiva AIFM, di una modifica normativa al criterio di determinazione dei redditi di capitale derivanti dal possesso di quote o azioni di OICR. È stata, infatti, recepita la proposta dell'Associazione di eliminare il riferimento ai valori risultanti dai "prospetti periodici" dell'OICR, così da calcolare i redditi di capitale sulla base della differenza tra i valori effettivi di riscatto, liquidazione o cessione delle quote e azioni e il costo medio ponderato delle quote o azioni (anche quest'ultimo determinato considerando i valori "effettivi" di sottoscrizione o acquisto).

Con il decreto legislativo di attuazione della direttiva AIFM sono state, inoltre, introdotte una serie di altre modifiche e integrazioni alla disciplina fiscale degli OICR, recependo le proposte dell'Associazione. Trattasi, in particolare, i) di disposizioni volte ad armonizzare il regime di tassazione degli OICR esteri, il cui gestore sia soggetto a forme di vigilanza ai sensi della predetta direttiva, a quello degli omologhi prodotti di diritto italiano; ii) di specifiche norme in materia di sostituto d'imposta per l'operatività transfrontaliera, in regime di libera prestazione dei servizi, dei gestori di fondi alternativi; iii) dell'ampliamento delle possibilità di compensazione del risparmio d'imposta accumulato dagli OICVM italiani che può ora essere compensato con le ritenute applicate sui proventi derivanti dalla partecipazione a tutti gli OICR esteri, diversi dai fondi immobiliari, istituiti e gestiti dalla medesima SGR italiana.

Rilevanti novità hanno riguardato anche il regime di tassazione dei rendimenti delle forme di previdenza complementare. In particolare, dopo un aumento dell'aliquota di tassazione dall'11% all'11,5%, con la legge di stabilità 2015 è stato successivamente disposto, a decorrere dall'anno 2015 - ma con impatti a partire dall'anno 2014 - l'aumento al 20% dell'aliquota dell'imposta sostitutiva da applicare sul risultato di gestione maturato nel periodo d'imposta dalle forme pensionistiche complementari. L'attività dell'Associazione è stata indispensabile per giungere, in tempi brevi, alla definizione di una serie di problematiche operative che la nuova normativa ha sollevato, soprattutto con riguardo alla previsione del concorso parziale alla formazione del risultato maturato di gestione dei redditi derivanti dall'investimento in titoli pubblici (per i quali continua ad applicarsi una tassazione nella misura del 12,5%) e alla applicazione, in deroga alle disposizioni contenute nel c.d. "Statuto del contribuente", della maggiore



aliquota del 20% per la determinazione dell'imposta complessivamente dovuta per il periodo d'imposta in corso al 31 dicembre 2014, pur con la previsione di un meccanismo di rettifica volto ad evitare che l'incremento della tassazione riferibile a posizioni già definite nel corso del 2014 (assoggettate alla minore aliquota pro tempore vigente) potesse incidere, di fatto, sugli altri iscritti alla forma di previdenza complementare. Le indicazioni fornite al riguardo, hanno poi trovato piena conferma da parte dell'Agenzia delle entrate.

Per quanto attiene ai fondi immobiliari, rilevante è stato il ruolo svolto dall'Associazione per limitare, anche tramite l'emanazione di appositi chiarimenti dell'Amministrazione finanziaria, l'impatto del nuovo regime di tassazione ai fini delle imposte di registro, ipotecaria e catastale in vigore dal 1° gennaio 2014 sull'operatività dei fondi immobiliari. Inoltre, l'Associazione si è espressa con riferimento a quelle fattispecie di apporto o cessione di beni immobili a fondi immobiliari in relazione alle quali l'Amministrazione finanziaria non ha preso una posizione in merito alle soppressione delle esenzioni e delle agevolazioni tributarie in materia di imposta di registro ipotecarie e catastali.

Intenso è stato il lavoro del settore fiscale per quanto concerne gli effetti prodotti dalle pronunce della Corte di giustizia UE in materia di imposta sul valore aggiunto applicabile ai servizi di gestione di portafogli e ai servizi di banca depositaria resi alle SGR per conto degli OICR dalle stesse gestiti. In particolare, con riferimento ai servizi di banca depositaria è stato accolto dall'Autorità di Vigilanza il criterio proposto dall'Associazione, congiuntamente all'Associazione Bancaria Italiana (ABI), per l'imputazione ai fondi comuni di investimento dell'IVA dovuta a seguito dell'esercizio dell'azione di rivalsa da parte della banca depositaria. Il criterio, che mutua quello previsto per la disciplina dell'errore, consente di garantire un comportamento uniforme tra gli operatori interessati così da non pregiudicare la parità di trattamento dei partecipanti ai fondi.

Sul fronte internazionale, l'Associazione ha lavorato attivamente con le Autorità competenti nazionali e internazionali in relazione alla normativa «FATCA» (*Foreign Account Tax Compliance Act*), adottata dal governo americano al fine di contrastare fenomeni di evasione fiscale da parte di soggetti di origine statunitense. In attesa del perfezionamento dell'iter legislativo del disegno di legge di ratifica dell'Accordo intergovernativo che l'Italia ha firmato con gli Stati Uniti il 10 gennaio 2014, l'Associazione, con il Gruppo di lavoro dedicato al FATCA, è stata di costante supporto alle Autorità competenti nel processo di implementazione della normativa americana fornendo importanti indicazioni e soluzioni interpretative.

Infine, non possono non segnalarsi i lavori svolti in ambito OCSE a seguito dell'approvazione del «*Common Reporting Standard*» (CRS) per lo scambio automatico e multilaterale di informazioni fiscali tra Stati. In particolare, secondo il nuovo standard OCSE, le Amministrazioni fiscali degli Stati saranno tenute ad acquisire le informazioni sulle attività finanziarie dei soggetti non residenti dagli intermediari finanziari e a scambiarle automaticamente con le autorità fiscali degli altri Stati con cadenza annuale.



4. Previdenza complementare a livello nazionale e europeo

Nel corso del 2014, i prodotti di previdenza, obbligatoria e complementare, sono stati al centro di un forte dibattito e di importanti cambiamenti; in tale contesto l'Associazione ha partecipato attivamente alle numerose iniziative che sono state avviate, sia a livello nazionale sia a livello europeo, fornendo il proprio contributo alla definizione di un quadro normativo e regolamentare in grado di sostenere e promuovere l'efficiente gestione delle risorse.

A livello nazionale si sono concretizzati una serie di cambiamenti, a lungo attesi dagli operatori del settore, che hanno coinvolto sia il settore della previdenza complementare, in particolar modo con l'emanazione del decreto del Ministro dell'Economia e delle finanze del 2 settembre 2014, n. 166, sia gli Enti previdenziali, con la pubblicazione del documento di consultazione del Dipartimento del Tesoro sullo schema di regolamento ministeriale recante disposizioni in materia di investimento delle risorse degli enti stessi, dei conflitti di interessi e di depositario.

Con il d.m. n. 166 del 2014, in particolare, il Ministero si è discostato dall'approccio adottato dal previgente d.m. n. 703 del 1996, disciplinando la materia degli investimenti e dei conflitti di interessi nel settore della previdenza complementare, in linea con il dettato comunitario di riferimento, sulla base del principio della "persona prudente" limitando fortemente, quindi, il ricorso alla mera imposizione di limiti quantitativi.

Spostando l'attenzione sui processi, sulla conoscenza e sulla gestione dei rischi connessi agli investimenti, il nuovo regolamento richiede la presenza di adeguate professionalità all'interno dei fondi pensione.

Nella stessa direzione, e in un'ottica di semplificazione ed efficienza, si muovono le previsioni in tema di conflitti di interessi, le quali richiedono la predisposizione di adeguate misure organizzative per l'individuazione e la corretta gestione degli stessi.

L'approccio adottato dal Ministero, fortemente condiviso dall'Associazione in quanto ritenuto il punto di partenza per poter dare nuovo slancio al mercato dei prodotti di previdenza complementare, è stato parzialmente ripreso anche nell'elaborazione dello schema di regolamento ministeriale recante disposizioni in materia di investimento delle risorse degli Enti previdenziali, dei conflitti di interessi e di depositario, posto in pubblica consultazione fino al 5 dicembre 2014.

A tale proposito Assogestioni, pur condividendo, in linea di principio, le scelte operate dal regolatore, in particolar modo là dove è stato precisato che la scelta dell'intermediario al quale è demandata la gestione dei patrimoni degli Enti possa essere svolta senza ricorrere all'applicazione delle procedure previste nel Codice dei contratti pubblici - ritenendo sufficiente lo svolgimento di un processo di selezione in grado di garantire trasparenza, competitività e coerenza tra gli



obiettivi gestionali e gli obiettivi di investimento preventivamente fissati dagli amministratori degli Enti medesimi - ha tuttavia evidenziato, nella risposta alla consultazione, alcune criticità che si ritiene debbano essere tenute nella dovuta considerazione in fase di emanazione del decreto definitivo.

Si fa riferimento, in particolare, all'applicazione del criterio del *look through*, la quale si ritiene che non debba essere considerata come condizione necessaria per l'investimento in parti di OICR da parte degli Enti previdenziali, nonché ai limiti posti all'investimento immobiliare, sia in forma diretta sia indiretta.

A tale ultimo proposito, in particolare, pur condividendo l'approccio adottato dal Ministero nella definizione dei limiti agli investimenti immobiliari degli Enti previdenziali, ispirato all'applicazione del principio dell'adeguata diversificazione degli investimenti, è stata tuttavia evidenziata la necessità di assicurare che il processo di adeguamento ai nuovi limiti di investimento, che comporterà la dismissione di una parte consistente degli investimenti degli Enti previdenziali in immobili e in parti di FIA immobiliari, possa avvenire in modo graduale, ordinato ed efficiente.

A livello europeo, il 2014 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 2015, e l'intensificazione del dibattito per la creazione di un mercato unico europeo dei prodotti di terzo pilastro, i cosiddetti prodotti pensionistici individuali (*Personal Pension Products*).

Sul primo punto Assogestioni ha molto apprezzato il lavoro svolto, durante il semestre di Presidenza italiana al Consiglio Europeo, dal Gruppo di lavoro tecnico per la revisione della direttiva IORP, il quale ha tenuto in debita considerazione i suggerimenti pervenuti dagli operatori del mercato, in particolar modo con riferimento alla necessità di preservare, quanto più possibile, i modelli esistenti a livello nazionale, pur perseguendo un obiettivo di armonizzazione. L'Associazione ha, tuttavia, espresso le proprie riserve in merito all'impostazione seguita dall'EIOPA, con particolare riferimento all'intenzione dell'Autorità di prevedere, anche per le forme pensionistiche di secondo pilastro, regole prudenziali di solvibilità e di contenimento del rischio, modellate su quelle già applicabili ai prodotti assicurativi.

Per quanto riguarda, infine, le iniziative che mirano alla creazione di un mercato unico per i prodotti pensionistici individuali, Assogestioni ha seguito e contribuito con particolare interesse ai lavori, ad oggi ancora in corso, che sono stati intrapresi sia in sede EIOPA sia presso PensionsEurope e EFAMA. Presso quest'ultima, in particolare, è in esame l'elaborazione di una proposta per la creazione di un prodotto pensionistico individuale europeo che presenti caratteristiche *standard*, tali da garantirne la portabilità e che possa, quindi, contribuire alla creazione di un mercato unico europeo per questa tipologia di prodotti.



5. Iniziative di autoregolamentazione

5.1 Linee Guida in materia di incentivi

Nel corso del 2014 l'Associazione ha predisposto Linee Guida Associate finalizzate ad individuare alcuni principi applicativi della disciplina in tema di incentivi, anche alla luce degli indirizzi maturati a livello comunitario e nazionale. L'elaborazione di tali Linee Guida persegue 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.

Tale iniziativa appare, del resto, coerente con i recenti interventi normativi della CONSOB la quale, con la delibera n. 19094 dell'8 gennaio 2015, ha provveduto a riformulare il perimetro applicativo della disciplina concernente gli incentivi forniti o ricevuti nell'ambito della prestazione del servizio di gestione collettiva.

Le Linee Guida, inviate alla CONSOB per la relativa "validazione", 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.

5.2 Principi italiani di *stewardship*

In vista del primo monitoraggio dell'applicazione dei "Principi italiani di *stewardship* per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate", previsto per la fine del 2015, l'Associazione ha avviato una riflessione sull'opportunità di implementare i Principi di *Stewardship* introducendo una serie di raccomandazioni di *best practice* per ciascun principio, in linea con l'EFAMA *Code for External Governance*. Tale implementazione è volta ad armonizzare la concreta applicazione dei Principi di *Stewardship* da parte delle società associate anche alla luce dei recenti orientamenti italiani ed europei sui temi di *stewardship* ed *engagement* emersi nel corso del processo di revisione della direttiva sui diritti degli azionisti.

5.3 Standardizzazione delle prassi operative

Il processo di standardizzazione delle prassi operative dell'industria del risparmio gestito avviato nel 2011 in modalità *pilot* ha visto nel 2014 il passaggio in produzione secondo i nuovi *standard* di tutti gli aderenti al progetto *pilot* e di alcune nuove controparti per un totale di 20 operatori. In termini di volumi alla fine del 2014 si stimavano 35.000 messaggi al giorno - circa un terzo dei volumi totali del mercato italiano. Nel corso del secondo trimestre del 2015 verrà avviato un processo di monitoraggio del processo di migrazione per verificare il raggiungimento degli obiettivi previsti per il termine del primo trimestre, prefissati intorno al 75% dei volumi totali.



L'associazione ha continuato la propria attività di promozione dell'iniziativa, interfaccia con le Autorità di vigilanza e coordinamento tra l'attività associativa e quella dei gruppi di lavoro inter associativi su tematiche di rilievo operativo, quali l'implementazione della normativa antiriciclaggio e di FATCA, per assicurare il massimo beneficio operativo dal processo in atto.

A conferma del carattere evolutivo degli *standard* e della bontà del modello collaborativo sperimentato, il gruppo di lavoro degli operatori aderenti agli *standard* ha individuato nuove aree di attività, prima fra tutte la definizione di un modulo di sottoscrizione standardizzato la cui elaborazione è stata avviata.

5.4 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 quest'ultima sede, Assogestioni ha contribuito all'elaborazione, sottoposta anche alla consultazione tra le associate, di una definizione condivisa a livello nazionale e tra i diversi portatori di interessi di cosa si intenda per finanza sostenibile e responsabile. La formulazione di una definizione condivisa rappresenta un passo importante per promuovere la consapevolezza in quest'ambito, favorirne la comprensione, e contribuire efficacemente al processo legislativo in materia.

6. Corporate governance

Anche nel 2014 Assogestioni ha partecipato attivamente alle iniziative delle istituzioni europee e italiane volte a chiarire portata e limiti del ruolo dei fondi comuni nella *corporate governance* delle società quotate. In quest'ottica, la nostra Associazione ha contribuito attivamente all'organizzazione della *15th European Corporate Governance Conference*, tenutasi proprio in Italia nell'ottobre dello scorso anno nell'ambito delle attività del semestre europeo di Presidenza italiana del Consiglio europeo.

L'evento ha coinvolto la gran parte degli investitori istituzionali italiani ed europei, emittenti e *proxy advisor* e ha rappresentato l'occasione per un confronto sui temi di maggiore attualità in materia di governance, quali l'*engagement* tra investitori ed emittenti, i codici di *best practice* per i *proxy advisor*, la riforma dei principi OCSE in tema di *corporate governance* e società pubbliche, la *corporate governance* e le remunerazioni nelle società quotate europee e le proposte della Commissione europea in tema di diritti degli azionisti.

Su quest'ultimo profilo, in particolare, l'Associazione è stata ed è tuttora impegnata a seguire il processo di revisione della direttiva sui diritti degli



azionisti, nell'ambito del quale si stanno discutendo significative innovazioni su profili di grande impatto per gli investitori istituzionali: l'identificazione degli azionisti, l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti, l'*engagement*, la trasparenza delle informazioni, i *proxy advisor*, il diritto di voto sulla politica retributiva e il diritto di voto sulle operazioni con parti correlate.

La proposta, considerata uno dei provvedimenti di maggiore interesse nel corso del semestre di Presidenza italiana dell'Unione europea, è tuttora in discussione, ma si può già rilevare come, rispetto al testo iniziale, lo sforzo profuso dal Governo, sostenuto anche dalla nostra Associazione, abbia consentito alcune importanti modifiche positive sui profili di maggiore interesse delle società di gestione.

Si è confermato ulteriormente 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.

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 2014 sono risultati eletti o cooptati 34 consiglieri di amministrazione, 12 presidenti di collegi sindacali e 1 sindaco effettivo (nonché 13 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 lo scorso dicembre. Oltre al corso base, nel 2014 sono state organizzate anche alcune giornate di *follow up* su alcuni temi specifici, quali le operazioni con parti correlate, le remunerazioni e le responsabilità civili e penali degli amministratori e dei sindaci.

7. Comunicazione ed educazione finanziaria

In questa fase, nella quale i numeri celebrano il successo dell'industria del risparmio gestito, diventa ancora più importante alzare il livello di attenzione sul fronte dell'informazione, della formazione e dell'educazione finanziaria. Ancora più che in passato l'industria del risparmio deve quindi seguire una strategia di comunicazione basata sul rafforzamento dell'immagine di un settore che in questi anni ha saputo conquistare la fiducia dei risparmiatori, nonostante la crisi.



Obiettivo che Assogestioni persegue da sempre e che sarà ancora oggetto di numerose iniziative che avranno al centro il risparmio e le famiglie.

Nell'ambito dell'educazione finanziaria l'Associazione ha avviato alla fine dello scorso anno un sondaggio per conoscere meglio le giovani generazioni e le loro esigenze di alfabetizzazione finanziaria.

Nel 2014 l'Associazione ha incrementato gli sforzi per semplificare l'informazione e renderla fruibile ad un bacino di utenza sempre più ampio. Questo impegno, che ha richiesto l'utilizzo dei nuovi mezzi di comunicazione digitale - *social media* e *social network* - ed una ulteriore semplificazione del linguaggio, ha permesso ad Assogestioni di attivare un dialogo più intenso con il pubblico degli operatori e in particolare dei risparmiatori. Uno sforzo che è stato premiato con un importante riconoscimento nazionale nell'ambito delle relazioni pubbliche.

Nel 2014 si è anche tenuta la quinta edizione de Il Salone del Risparmio. La manifestazione ideata e organizzata da Assogestioni ha coinvolto tutti gli attori del settore - professionisti, autorità, giornalisti e società civile - invitandoli a confrontarsi sul tema: Investire nel lungo termine, risparmio gestito un ponte per il futuro.

La tre giorni ha ottenuto più di 14.000 visite, organizzato più di 100 conferenze e realizzato oltre 50 ore di formazione dedicate, anche, all'aggiornamento delle figure professionali che gravitano intorno all'industria del risparmio gestito. Una conferma dell'attenzione rivolta al capitale umano e al *know-how* come strumento per la competitività. Forte, inoltre, di un numero crescente di visite e della partecipazione di più di 140 aziende, Il Salone del Risparmio si è confermato come il più grande evento europeo interamente dedicato al risparmio e il più importante a livello nazionale.

Ma queste sono solo alcune caratteristiche che rendono il Salone un evento unico che, a guardare i numeri preliminari dell'edizione 2015, sembra voler ripetere anche quest'anno il successo di una manifestazione che conferma l'esigenza di una maggiore informazione, sia da parte dei professionisti per approcciarsi al mercato e perfezionare le proprie *skill*, sia da parte degli investitori privati che hanno l'esigenza di gestire i propri risparmi in modo più consapevole.

8. 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.

Ed è proprio sul terreno dell'innovazione, in particolare su quello della ricerca di nuove soluzioni di intermediazione del risparmio, che si gioca la prossima fondamentale sfida per l'industria.

Ci troviamo infatti 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.

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*", anche grazie ad uno specifico regime di favore, anche (ma non solo) di carattere fiscale.

Assogestioni ha identificato nell'istituzione di Piani Individuali di Risparmio (PIR) specificatamente orientati all'investimento di lungo periodo una delle soluzioni di maggiore interesse ed efficacia per far fronte alle necessità di sviluppo e alle mutate condizioni della nostra economia.

L'introduzione dei PIR potrebbe svolgere un ruolo importante nella 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 del *made in Italy* e della ripresa.

L'industria del Risparmio Gestito è pronta a raccogliere questa sfida.