

Signori Associati, Autorità, gentili Ospiti,

voglio iniziare con una notazione: l'Industria del Risparmio Gestito ha fatto e sta facendo un grande e difficile lavoro. Nonostante la situazione dei mercati sia grave: negli ultimi sei mesi la raccolta netta risulta positiva. Voglio apertamente complimentarmi con le persone che, con il loro quotidiano impegno, hanno reso possibile questo risultato. In primo luogo i gestori, e con loro tutti gli addetti, ad ogni livello, alla gestione dei prodotti e dei servizi di una Industria che sta reggendo a una delle più spaventose e *never ending* crisi che il sistema finanziario abbia mai conosciuto. Voglio ricordare pubblicamente le molte Società di gestione che hanno consentito ai loro clienti di guadagnare ben oltre l'inflazione anche nell'ultimo tragico anno finanziario, e le moltissime altre che hanno saputo tenere - anche solo per un soffio - molti dei loro risparmiatori in territorio reale positivo.

Dico questo perché non ho mai apprezzato le generalizzazioni, mentre a me piacciono i distinguo e le risposte articolate a domande complesse. Ma lo dico soprattutto perché mi sembra doveroso mettersi nella condizione di chi opera oggi sui mercati in assenza di certezze, mentre importanti imprese precipitano nei gorgi della frode e le guerre turbano il profilo dell'orizzonte. Non mi risulta che sia stata inventata la bacchetta magica, ma trovo che chi parla poco e agisce con coraggio riportando anche piccoli successi, resi enormi dalle condizioni avverse, vada rispettato, considerato, difeso.

L'Industria, come dicevo, ha registrato da ottobre ad oggi raccolte mensili tutte con segno positivo, cosa che, in assenza di novità favorevoli, e in controtendenza con la crisi generale e prolungata del sistema internazionale, appare come un risultato davvero straordinario. Non è venuta meno la fiducia dei risparmiatori. Credo che ciò sia dovuto al fatto, positivo per la nostra Industria, che la composizione dei portafogli gestiti, la allocazione degli *asset* degli investitori che si erano affidati al Risparmio Gestito era mediamente corretta e non presentava quegli scompensi che si sono invece avuti in altri paesi, specie anglosassoni.

Il venir meno del sostegno dello sviluppo economico posto a carico del bilancio pubblico, l'ingresso in Europa e l'andamento dei mercati degli ultimi anni hanno profondamente mutato la composizione del portafoglio delle famiglie italiane. I fondi comuni di investimento e le gestioni patrimoniali sono diventati gli strumenti di risparmio gestito più importanti per gli investitori privati. Dal 1999 i fondi e le gestioni rappresentano complessivamente il 37% delle attività finanziarie delle famiglie. Una quota particolarmente elevata nel quadro dei principali paesi europei, rimasta sostanzialmente costante nel tempo nonostante la continua diminuzione dei prezzi delle azioni e della conseguente minore propensione all'investimento finanziario dei risparmiatori. Alla fine del 2002 i fondi comuni e le gestioni patrimoniali si stima infatti che rappresentino ancora rispettivamente il 21 e il 16% del totale delle attività finanziarie delle famiglie. Nello stesso intervallo di tempo il possesso di titoli azionari da parte delle stesse famiglie si è ridotto dal 23 al 10%.

Dal gennaio di quest'anno abbiamo iniziato una nuova, più completa rilevazione del risparmio degli italiani gestito da soggetti italiani abilitati all'attività di gestione e ciò ha messo in luce che il totale del risparmio affidato alla nostra Industria ammontava a quella data a 716 miliardi di euro. Una responsabilità e un impegno rilevanti per i gestori.

I fondi di liquidità hanno costituito la risposta che l'Industria del Risparmio Gestito ha offerto alle mutate esigenze di investimento dei risparmiatori che hanno ritenuto opportuno accrescere oltre le necessità del breve periodo la loro quota di liquidità, a fronte delle persistenti incertezze e della volatilità dei mercati. Il successo del mantenimento del rapporto con la clientela non si sarebbe tuttavia realizzato se non vi avesse concorso un altro fattore forse più importante: la trasparenza dei

ASSOGESTIONI

prodotti offerti. E' la trasparenza dei risultati, che riflettevano l'andamento dei mercati, che nella buona sostanza ha permesso al risparmiatore di compiere scelte sempre più dirette e responsabili, anche di disinvestimento se del caso, o comunque di mutamento dell'investimento nella sua composizione, come appunto si è verificato nell'anno passato. La trasparenza ha un costo elevato, ma si ripaga pienamente coi suoi risultati.

L'Industria del Risparmio Gestito non può, infatti, sostituirsi alla responsabilità delle scelte del risparmiatore. Può e deve offrire un *servizio* che presuppone e che tende comunque ad accrescere la consapevolezza e le decisioni del risparmiatore stesso. La contrapposizione tra il "fai da te" e il "risparmio gestito" deve portare a distinguere tra un soggetto che assume decisioni di investimento senza l'ausilio di nessuno ed un soggetto che si avvale della collaborazione di un esperto per compiere le scelte più rispondenti alle proprie esigenze e per realizzarle in concreto, con il concorso di quest'ultimo. Di qui il valore vero della trasparenza: conoscere prima, e valutare poi, il contributo e il servizio che vengono offerti e quindi la qualità del partner o dei partner che si sono scelti. Ben fanno il risparmiatore o l'osservatore che stigmatizzano un servizio di non elevata qualità. Ma allora è anche giusto dare merito a chi opera con eccellenza e professionalità. E' la normale analisi di ogni mercato, dove agisce l'eccellenza accanto alla minore qualità.

II- Ma, detto questo, quel che non voglio fare è negare a me e a tutti voi che è urgente analizzare il contesto in cui ci muoviamo, e comprendere cosa, come, quando è necessario operare con intelligenza, con responsabilità e con tempestività per evitare i rischi di quella che non ho timore di definire una possibile crisi reputazionale di tutto il sistema finanziario, e dunque anche del Risparmio Gestito. Esiste oggi, come poche altre volte in passato, un rischio serio per la reputazione di tutta l'attività finanziaria, che deriva dai riflessi negativi della protratta caduta dei mercati borsistici conseguente al deflagrare della "bolla speculativa" e ai fenomeni di frode societaria che si sono manifestati nell'anno decorso.

L'industria finanziaria non è diversa dalle numerose altre industrie che, da un certo periodo in poi, hanno dovuto stertare bruscamente verso il cliente, inteso come soggettività complessa capace di dominare il mercato. Anche l'industria finanziaria ha venduto, per molto tempo, la sua Ford "Modello T" di tutti i colori purché fosse nera, come solea ripetere il fondatore della grande casa motoristica americana. Anche l'industria finanziaria sta oggi comprendendo che i termini di domanda e offerta si sono capovolti. La vera domanda è quella dell'industria, ed è la domanda di poter ricevere fiducia, credito, ascolto e investimento, mentre la vera offerta è quella dei risparmiatori, della loro disponibilità all'ascolto, a seguire l'azienda nelle sue proposte, nel percorso di comunicazione e di servizio che conduce al suo prodotto; disponibilità e ascolto che possono essere dati o revocati secondo le normali dialettiche che conseguono a una buona o cattiva reputazione sul mercato. Sono convinto che l'industria finanziaria, e tanto più quella del Risparmio Gestito, deve oggi capire quale offerta di servizio e quale atteggiamento di disponibilità vengono dal cliente, per poter costruire e soprattutto comunicare una domanda di attenzione credibile e meritevole di ascolto.

Così come il mondo è cambiato in questi ultimi tre anni, generando un nuovo bisogno di efficienza operativa e di etica comportamentale, parimenti questo bisogno viene anche a riguardare gli investitori istituzionali. Occorre prendere piena coscienza che non ci si può più limitare a pensare di dover solo gestire una turbolenza passeggera, ma si rende necessario porre mano a nuove progettualità che rispondano alle esigenze del mutato contesto economico e sociale, facendo leva anzitutto su idee semplici, che creino valore, da portare avanti con determinazione.

Poiché sono sempre i numeri che aiutano a riflettere, voglio ricordare che nell'anno 2001 l'utile complessivo delle SGR si è ridotto del 45% rispetto al 2000, con una diminuzione percentuale dei

ricavi superiore a quella dei costi. Un fenomeno questo, della caduta della redditività, che in verità si è registrato anche in tutti gli altri paesi in cui la stessa industria si è affermata e sviluppata nell'ultimo ventennio. La causa di tale riduzione va principalmente ascritta allo spostamento verso prodotti a minor margine di guadagno quali i fondi di liquidità, oltre che alla riduzione dei flussi di raccolta.

Occorre allora verificare se le cause prime che hanno determinato le scelte della clientela siano da riferire: a una più matura cultura finanziaria; oppure alla presa di cognizione della effettiva individuale propensione al rischio; o ancora alla diminuita fiducia nella propria capacità di compiere le scelte appropriate per conservare il valore del risparmio accumulato; o in ultimo al comportamento degli intermediari nel servizio di consulenza prestato e nella vendita del prodotto appropriato per tipologia e qualità. Appare chiaro come non sia indifferente capire su quale versante bisogna agire per mantenere e accrescere il rapporto di fiducia del risparmiatore verso il Risparmio Gestito.

Se il risultato di questa analisi è, come io credo, la possibile crescita di una cultura finanziaria più attenta alle scelte da compiere in modo consapevole e ponderato, fuori da illusioni speculative, allora si pone il problema dei modi con i quali soddisfare questa domanda più matura, più individuale, più selettiva, più incline a richiedere un effettivo e costante concorso alle proprie scelte che ad affidarsi alla totale gestione altrui. Una crescita nella consapevolezza della propria responsabilità individuale da parte del risparmiatore nel compiere le scelte di investimento comporta una attenta rivisitazione dell'offerta da parte dell'industria in generale e delle singole componenti di essa in relazione alla propria clientela. Comporta il compito di divenire interlocutori della clientela per corrispondere in modo adeguato alle preferenze soggettive dell'investitore, nella consapevolezza che con l'investimento finanziario, anche nella forma della gestione collettiva, il rischio viene interamente assunto dal cliente.

Questo compito di interloquire con l'investitore, considerate le sue nuove esigenze, non potrà perciò riguardare più solo la distribuzione: perché essa, in sé, rappresenta la continuità del rapporto col cliente e ha il compito di disporlo ad affidarsi e a sollevarlo dalle responsabilità della scelta in quanto lo coinvolge nel contesto dell'operatività e della garanzia della "casa" per la quale svolge la sua funzione. Mentre invece si rende sempre più necessario, nel nuovo contesto in cui è chiamata ad operare l'Industria del Risparmio Gestito, segnare non tanto e non solo una cesura rispetto alla offerta di investimento passata, quanto soprattutto rendere possibile una piena presa di coscienza della effettiva rispondenza del portafoglio offerto, con la gestione collettiva o individuale, alla tolleranza al rischio dell'investitore.

Una più chiara, diretta e continuativa esplicitazione del rischio attivo contenuto nei portafogli offerti ritengo che potrà aprire nuove possibilità di servizio alla clientela e servire ad una rimodulazione e ad una razionalizzazione di quello attuale nella sempre migliore e più efficiente realizzazione del fine della attività di gestione, che è la costruzione del portafoglio ottimale per l'investitore relativamente alle preferenze soggettive dell'investitore stesso. E il possibile nuovo approccio all'offerta potrà rafforzare la predisposizione e la promozione di portafogli specializzati con più ampio rischio attivo nell'ambito di una differenziata e più ampia offerta di portafogli di gestione. La nuova classificazione dei fondi comuni, di recente approvata, che andrà in vigore da luglio, ha introdotto la possibilità di aggiungere la qualificazione di "indicizzato" a fondi e gestioni inquadrati in una delle categorie ivi previste e questo costituisce un contributo, sia pure iniziale e di principio, per una migliore e sempre più chiara identificazione del portafoglio offerto.

ASSOGESTIONI

Sul piano delle novità già si segnala qualche luce, con la costruzione e la commercializzazione degli Etf e l'offerta di fondi che si prefiggono investimenti socialmente responsabili. Sempre con la cura di costruire novità che siano di stile e di sostanza gestorii.

III- Un problema di semplificazione di grande importanza ritengo meriti di essere affrontato dalla Industria italiana per un nuovo e diverso rapporto con il risparmiatore: quello di riconciliare la struttura del costo con la catena del valore. Il costo percepito dall'investitore sono le commissioni di gestione, le quali remunerano indistintamente sia la produzione sia la distribuzione. Il risparmiatore in tal modo non è portato a percepire il valore di ciò che acquista in contropartita di ciò che paga, e perciò imputa al prodotto anche quei costi che appartengono al servizio consulenziale, e viceversa. Così non ha chiaro a chi chiedere cosa, per la prosecuzione e l'aggiornamento del proprio rapporto in relazione all'andamento dei mercati. Con il possibile risultato di renderlo succube di una campagna ostile, pur senza reale contenuto critico, verso il Risparmio Gestito, basata genericamente sui costi.

Essendosi alimentate col tempo una maggiore concorrenza e una maggiore efficienza sia nella produzione sia nella distribuzione, mi sembra sia giunto il momento di porre mano allo studio di una revisione dell'attuale modello commissionale con l'apporto di proposte da parte di ambedue i soggetti coinvolti nella catena del valore e anche delle stesse Autorità di vigilanza, che dallo sviluppo dell'Industria sono ora chiamate a guardare alla Società di gestione con un'ottica non esclusivamente mirata alla salvaguardia della stabilità del gruppo finanziario cui essa appartiene ma anche al rafforzamento della sua autonomia, quale nuovo intermediario che pure hanno contribuito a far crescere.

-

In un mondo globale, e tanto più in una Europa unita, l'industria finanziaria, più di ogni altra industria, non può svilupparsi senza il positivo contributo partecipativo degli Organi di vigilanza e delle Autorità legislative e di governo; essi diventano associati all'industria, perché si pongono dallo stesso lato di questa a tutela dello sviluppo dell'industria nel quadro del sistema paese, ma in un certo senso anche a tutela dei loro stessi funzione e ruolo. E questo ci legittima a proporre ad essi, non più come controparti, anche altri problemi oltre a quello ora ricordato, sui quali pensiamo essi abbiano il dovere di apportare un loro concreto e fattivo contributo dal quale dipende in gran parte il futuro della nostra Industria nella realtà del nostro paese e della piazza finanziaria nazionale, ma in definitiva anche la validazione della loro stessa funzione.

Come si sa, Assogestioni ha provveduto a predisporre e a promuovere l'adesione delle società ad un protocollo di autonomia. Questo impegno di autoregolamentazione può, e perciò deve, a mio avviso, trovare non solo un sostegno ma ancor più un impulso da parte della Banca d'Italia e della Consob. Noi attendiamo con fiducia questo contributo dalle nostre Autorità di controllo, con una più dedicata loro attenzione alla autonomia della gestione, a difesa del risparmiatore.

Un altro problema merita poi particolare attenzione, e non un semplice commento formale, da parte delle nostre Autorità di vigilanza: quello di ridurre le asimmetrie informative che caratterizzano in modo peculiare il mercato finanziario. E' urgente colmare la disparità per i prodotti a contenuto gestorio creata dall'esenzione apparentemente illimitata dalla disciplina della sollecitazione a favore di banche e assicurazioni con l'art.100 lett.f del t.u. dell'intermediazione finanziaria. Noi siamo convinti su base giuridica che non sia necessario un intervento legislativo per eliminare già oggi questa dannosa asimmetria. Ne va anche qui della tutela del risparmiatore, come dimostrano recenti accadimenti.

Ed anche per il controllo sembra giunto il momento di applicarsi a semplificarne le fasi di duplicazione, attualmente distribuite tra Banca d'Italia e Consob, facendo luogo ad un unico

ASSOGESTIONI

provvedimento autorizzatorio da adottarsi da uno solo di questi Organi, sentito il parere dell'altro. Ciò semplificherebbe le procedure amministrative riducendo i tempi attualmente occorrenti per l'inizio delle attività, il c.d. "*time to market*", che potrebbero ulteriormente beneficiare della abolizione del potere di interruzione del decorso dei termini, tuttora previsti in ben quattro mesi.

IV-Ancora più importante è il contributo che all'Industria può venire dal Legislatore e dal Governo. Attendiamo, a più di due anni dall'emanazione del progetto di legge di riforma della previdenza, che alle forme pensionistiche complementari sia data la possibilità di realizzare il loro effettivo decollo nelle forme di gestione collettiva, che si è rivelata una felice scelta del nostro legislatore. E' ormai urgente e necessario far luogo alla creazione di un vero e proprio secondo pilastro delle pensioni che si ponga come un valido complemento all'intero e oneroso sistema della previdenza obbligatoria, la quale potrà più agevolmente essere riformata se sarà realizzata, o quantomeno avviata ad effettiva realizzazione, la sua forma complementare.

Tuttavia, pur nel rispetto del quadro della delega, ci preme far presente che un pieno sviluppo della previdenza complementare, proprio perché espone il risparmio accantonato al rischio finanziario dei mercati, è opportuno si compia nel rispetto della libertà di scelta del lavoratore. Un'attuazione sostanziale di tale libertà impone che il singolo sia reso consapevole della scelta di devoluzione del proprio Tfr alla forma pensionistica prescelta e che sia informato adeguatamente delle diverse possibilità offertegli dal panorama previdenziale.

L'efficienza del sistema di previdenza complementare esige una parità competitiva fra gli attori, che passa attraverso il riconoscimento della natura unica del prodotto previdenziale; esso, in quanto tale, deve soggiacere alle medesime regole quale che sia la natura del soggetto proponente, sottoposto, nella sua azione, ad una vigilanza ispirata agli stessi criteri e a regole di *governance* condivise e comuni. Oltre a favorire una giusta competizione, l'instaurarsi di questo sistema si risolverà, in definitiva, in un vantaggio per ciascun aderente, che potrà beneficiare di una migliore trasparenza e di un maggiore controllo sull'operato del proprio gestore.

Conseguenza naturale di questo nuovo ordine sistematico dovrà essere la piena portabilità della posizione individuale maturata, in caso di esercizio del diritto al trasferimento verso altra forma pensionistica, da intendersi come assenza di vincoli alla destinazione della contribuzione datoriale e delle quote di Tfr. Uno dei compiti fondamentali e più delicati del legislatore delegato sarà proprio lo stabilire le modalità opportune per il rispetto di tale previsione della legge di riforma.

Con l'approvazione della delega previdenziale il trattamento fiscale del risparmio accantonato a fini di previdenza complementare potrà finalmente avvicinarsi all'indirizzo comunitario che prevede la tassazione di esso solo al momento della sua reale ed effettiva fruizione. A questo importante risultato potrà aggiungersi, con l'approvazione della delega fiscale, quello non meno importante di un trattamento agevolativo della devoluzione del risparmio a fini previdenziali.

V- La disciplina fiscale è essenziale per lo sviluppo di qualsiasi attività economica e a questa regola non si sottrae l'Industria della gestione del risparmio.

L'industria italiana della gestione del risparmio ha sperimentato in questi ultimi tre anni di mercati negativi la penalizzazione di una fiscalità basata sul maturato, che dà luogo ad un "credito di imposta" non solo inesigibile ma che addirittura immobilizza la gestione. E' perciò necessario e urgente che anche prima dell'entrata in vigore della riforma della tassazione del risparmio affidato in gestione agli investitori istituzionali sia avviato a soluzione il problema relativo a tale "credito d'imposta". Abbiamo studiato con l'Associazione Bancaria una misura che è stata sottoposta alla attenzione delle competenti Autorità; essa prevede la trasformazione dei risultati negativi dei fondi

ASSOGESTIONI

in crediti d'imposta che possano essere utilizzati direttamente dalla società di gestione e dai soggetti incaricati del collocamento in compensazione dei versamenti di imposte da essi dovuti ovvero possano essere ceduti ad altri intermediari per utilizzarli in compensazione. Su questa proposta il lungo silenzio della risposta è preoccupante per l'interesse dei risparmiatori.

Il regime di tassazione cui sono attualmente soggette in Italia le società di gestione del risparmio risulta poco competitivo se non addirittura penalizzante rispetto a quello previsto da altri Stati comunitari. E' l'esistenza del ben noto differenziale di tassazione ad aver determinato la migrazione di alcune società di gestione del risparmio verso altri Stati comunitari.

In questo quadro il disegno di legge delega per la riforma del sistema tributario statale va valutato positivamente perché comporta, comunque, un'attenuazione del carico impositivo anche per le società di gestione del risparmio. Ciò sia per la riduzione di un punto dell'aliquota dell'imposta sulle società, sia per la progressiva eliminazione dell'irap sul costo del lavoro.

Senonché queste attenuazioni del carico impositivo non sembrano sufficienti ad evitare la crescente divaricazione tra Industria italiana e Industria in Italia del Risparmio Gestito. Occorre un ulteriore intervento legislativo; volto all'introduzione per le Società di gestione di un regime forfetario di determinazione della base imponibile dell'istituenda imposta delle società, pur tenendo conto dei vincoli che scaturiscono dalla normativa comunitaria.

Per quanto attiene al sistema di tassazione dei fondi comuni d'investimento, invero il disegno di legge delega comporta una positiva e necessaria innovazione rispetto al passato. La tassazione dei redditi conseguiti dai fondi italiani, infatti, non sarà più attuata alla maturazione e direttamente a carico del fondo comune, bensì al realizzo e a carico degli stessi partecipanti. In tal modo verrà eliminata la discriminazione di trattamento esistente fra i fondi comuni italiani e i fondi esteri, che sono invece tassati al realizzo; si aprirà così finalmente anche all'Industria in Italia la possibilità di collocare presso investitori esteri prodotti di gestione collettiva da essa direttamente costruiti e gestiti.

E forse la delega potrà portare una positiva e interessante innovazione per il settore dei fondi comuni. Essa prevede infatti ora anche l'introduzione di "un regime agevolativo per i contribuenti che destinano i propri risparmi alla costituzione di fondi personali di accumulo per l'acquisto della prima casa". Risulta invero difficile prevedere come tale principio direttivo potrà essere attuato; dalla relazione illustrativa non si trae alcuna indicazione perché tale principio è stato introdotto soltanto nel corso della discussione parlamentare. Tuttavia noi riteniamo che lo strumento giuridico utilizzabile per la creazione di fondi personali per l'acquisto della prima casa potrebbe essere costituito proprio dai fondi comuni di investimento. L'agevolazione fiscale che si prevede di introdurre potrebbe essere concessa proprio a chi esegua un piano di versamenti a favore di un fondo comune ad accumulazione e si impegni a non riscattarlo o a cederlo per un periodo prefissato.

--

Ho concluso; ma prima di terminare voglio ringraziare i giovani professionisti di Assogestioni che, sotto la guida competente e ferma del Segretario Generale, hanno saputo sviluppare e arricchire gli stimolanti indirizzi provenienti dal Consiglio Direttivo e dal Comitato Esecutivo per accrescere le straordinarie potenzialità del Risparmio Gestito; per facilitarne le possibilità di investimento in un momento, come quello attuale, che necessita fortemente di azione e intraprendenza; per agevolarne un dialogo costante con i risparmiatori e i media rendendo l'ascolto reciproco; per rafforzarne l'indipendenza di gestione e il servizio ai risparmiatori.

Un grazie a tutti voi per l'attenzione.

ASSOGESTIONI