



Relazione del Presidente

ASSEMBLEA ANNUALE

2009



Gentili Associate e Associati,

è il secondo anno che ho l'onore di aprire i lavori dell'Assemblea di Assogestioni come presidente in carica. Il 2008 è stato l'anno peggiore nella storia quasi trentennale del settore italiano del risparmio gestito. Alle difficoltà strutturali, che già avevano pesato sugli andamenti dell'intero 2007, si sono sovrapposti gli effetti della più dirompente crisi finanziaria che le ultime generazioni abbiano dovuto affrontare; una crisi che ha messo in discussione i modelli interpretativi, di cui disponiamo, e che si è andata aggravando negli ultimi quattro mesi dell'anno passato. In questi primi mesi del 2009 poi, la recessione degli ultimi due trimestri del 2008 ha rischiato di trasformarsi in una depressione globale.

In Italia, come altrove, la crisi ha determinato un crollo di fiducia e una marcata crescita dell'avversione al rischio degli investitori. A differenza degli Stati Uniti o di vari paesi europei, in Italia questa reazione dei risparmiatori non è stata però la conseguenza di una precedente sottovalutazione dei rischi e di comportamenti speculativi; essa ha piuttosto esaltato un tratto di comportamento che è stato tipico anche nel passato del risparmiatore medio italiano. Ciò ha reso ancora più difficile tenere distinto l'impatto, dovuto ai fattori di debolezza strutturale del settore italiano del risparmio gestito preesistenti alla crisi finanziaria e 'reale', da quello imputabile a tale crisi. Eppure un'analisi dello stato del nostro settore, mirata a predisporre le iniziative per il dopo crisi, non può prescindere da questa distinzione.

1. Il risparmio gestito in Italia: i termini del confronto

L'anno appena trascorso si è chiuso con un deflusso complessivo del sistema dei fondi aperti di investimento, gestiti da operatori basati in Italia, pari a più di 110 miliardi di euro. Se si considerano gli ultimi tre anni (ossia, l'arco temporale che ha registrato andamenti negativi pressoché ininterrotti), il deflusso complessivo è stato pari a quasi 180 miliardi di euro. Se ai deflussi netti si somma poi l'effetto dell'andamento negativo dei mercati azionari, il patrimonio totale gestito dai fondi di investimento di diritto italiano ed estero scende a circa 400 miliardi di €. In termini nominali, si tratta di un livello di poco superiore a quello di dieci anni fa e inferiore di un terzo rispetto alla chiusura del 2007.

Queste cifre testimoniano della eccezionale gravità degli avvenimenti, che hanno caratterizzato il 2008, e sottolineano - al contempo - il carattere strutturale delle difficoltà del settore italiano del risparmio gestito. Quasi tutte le categorie di prodotti sono state colpite dai deflussi. Si deve peraltro sottolineare che circa un terzo dei deflussi ha tratto origine dal comparto obbligazionario che, in presenza di ragionevoli aspettative di caduta nella struttura dei tassi di interesse, non avrebbe dovuto subire gli effetti della crisi di mercato in modo così dirompente. Tra le tipologie di fondi che



fino all'anno passato si erano mosse in controtendenza, solo i fondi immobiliari hanno mantenuto una raccolta positiva; i fondi speculativi hanno, invece, subito la crisi di liquidità e il calo di fiducia, registrando forti deflussi nella seconda parte dell'anno e una riduzione del patrimonio da 36 a 21 miliardi di euro.

A differenza degli anni precedenti i deflussi dei fondi di investimento, gestiti da operatori appartenenti a gruppi italiani, non sono stati – almeno in parte - compensati dagli afflussi verso i fondi gestiti da operatori *cross-border*. Durante il 2008, questi ultimi hanno complessivamente registrato disinvestimenti netti per 34 miliardi di euro. Peraltro, tale tendenza era già emersa negli ultimi mesi del 2007, anche a seguito della comunicazione CONSOB di interpretazione della direttiva MIFID in materia di retrocessioni per le GPF (in un anno il patrimonio delle GPF si è ridotto di quasi il 60%). Il deterioramento della raccolta anche per i fondi esteri *cross-border* indebolisce l'ipotesi che la dinamica negativa dei flussi dei fondi di investimento possa trovare spiegazione in una rimodulazione delle politiche distributive piuttosto che in una crisi specifica del fondo in quanto prodotto. Più nel dettaglio si può notare che, nel 2008, sia i fondi esteri *cross-border* sia i fondi italiani hanno fatto registrare deflussi per una percentuale (rispettivamente del 18% e del 58%) più che proporzionale rispetto alla loro quota di mercato. Di poco migliore è stato invece l'andamento dei fondi *round-trip*: pur coprendo una quota di mercato pari a circa un terzo, tale tipologia di fondi ha accusato "solo" il 24% dei deflussi.

Questi dati offrono un'indicazione mista in merito al ruolo svolto dalle asimmetrie fiscali. Il vantaggio di natura fiscale, goduto dai fondi di diritto estero - siano essi *round-trip* o *cross-border* - rispetto ai fondi di diritto italiano, sembra aver mantenuto un certo peso solo nel caso dei fondi *round-trip*. Va peraltro notato che, data la molteplicità dei fattori intervenienti, non è possibile trarre alcuna inferenza robusta da un superficiale esame descrittivo dei dati.

Un'ulteriore contestualizzazione delle dinamiche di raccolta e disinvestimento è offerta dal confronto con l'estero e, segnatamente, con i maggiori mercati *on-shore* dell'Europa continentale. Nella "Relazione" per il 2007, si era sottolineata la peculiarità della crisi strutturale italiana rispetto al quadro europeo: almeno fino alla rottura dell'estate 2007, mentre l'insieme dei fondi operanti in Italia faceva segnare flussi netti negativi, il settore del risparmio gestito nel resto dell'Europa continentale metteva a segno una buona crescita. Nel 2008 l'evoluzione della crisi finanziaria globale e, in particolare, la fuga verso la liquidità dei risparmiatori hanno invece innescato dinamiche negative in quasi tutti i paesi. La crisi strutturale dei "gestori" italiani è confluita in una difficoltà generalizzata del "prodotto fondi di investimento" nel mercato continentale. Si tratta quindi di chiedersi se sia ancora valida la seguente affermazione, contenuta nella Relazione per il 2007:



il "...rapido confronto internazionale, che richiederà ulteriori approfondimenti, sembra indicare che la situazione italiana non ha anticipato un *trend* negativo a livello europeo per il settore del risparmio gestito. In Europa infatti, si è di fronte a una crisi congiunturale che appare fisiologica; in Italia si è di fronte a una crisi strutturale...".

Per tentare una risposta, vale la pena di esaminare un po' più nel dettaglio quanto è accaduto negli altri principali mercati europei durante il 2008. Sebbene l'incidenza dei deflussi rispetto al patrimonio sia risultata molto più elevata nel caso italiano (circa -20%, simile solo alla Spagna), anche Francia e Germania hanno subito deflussi significativi attorno all'8%. Peraltro, le distanze fra Francia e Italia tendono a ridursi se si calcolano i deflussi al netto dei fondi monetari che, in Francia, hanno fatto registrare una dinamica in controtendenza. A fronte di ciò, i fondi di investimento del Regno Unito hanno ridotto la crescita ma non hanno registrato flussi negativi. Fatta salva l'esigenza di approfondimenti, i pochi dati esaminati suggeriscono tre ipotesi di lavoro: la severità e la persistenza della crisi finanziaria, non prevedibili a marzo 2008, mettono in discussione la sostenibilità del settore a livello continentale e non solo a livello italiano; le specificità dell'organizzazione britannica, e in particolare l'offerta del prodotto fondi come un'opzione di *default* per chi ha un orizzonte di investimento di lungo periodo e mira a un piano di accumulo, rappresentano un esempio da studiare con attenzione (pur senza ingenui tentativi di trasposizione meccanica); il caso italiano resta anomalo per la sua gravità e per alcune delle sue determinanti.

Vale, dunque, la pena di dedicare una riflessione specifica al mercato italiano nel 2008. Si considerino le dinamiche dei flussi in funzione della dimensione, della struttura proprietaria e dei modelli distributivi propri alle Società di gestione del risparmio (SGR). Il sottoinsieme delle SGR, che detiene la maggiore quota di mercato, ha subito deflussi più che proporzionali rispetto al proprio peso; lo stesso vale per le SGR di media dimensione; viceversa le SGR di più piccola dimensione hanno registrato risultati più variegati. Analogamente le SGR, che sono sotto il controllo proprietario del sistema bancario e/o che si avvalgono di una rete bancaria *retail*, hanno subito un'incidenza di deflussi molto più elevata rispetto alla loro quota di mercato; il più piccolo sottoinsieme di SGR a proprietà non bancaria e/o con canali distributivi non tradizionali ha avuto deflussi più limitati.

L'interpretazione di queste evidenze descrittive non è affatto scontata. Basti considerare la complessa interrelazione fra variabile dimensionale, organizzativa e proprietaria delle SGR. Inoltre, nel breve-medio periodo, sarebbe irrealistico ipotizzare una sostituzione radicale dei canali distributivi bancari. Infine, sarebbe necessario integrare i dati esaminati con un esame della segmentazione del mercato e dei canali distributivi per classi di patrimonio. Resta il fatto che, nel sistema italiano, il problema



della *governance* dei fondi ha un peso rilevante. La soluzione di tale problema sembra peraltro una condizione necessaria, ma non sufficiente, per fare sì che il prodotto fondi diventi capace di attrarre gli investitori in periodi di incertezza e di estrema volatilità dei mercati. Per diventare lo strumento finanziario “rifugio” che soddisfa un’opzione di *default*, il prodotto fondi deve anche fornire risposte più soddisfacenti alle esigenze di rendimento netto, di consulenza e di comunicazione dei risparmiatori.

Come era già accaduto nel 2007, purtroppo le preoccupazioni per il negativo andamento dei fondi di investimento non sono state attenuate dalla dinamica del più ampio settore del risparmio gestito in Italia. Nel 2008 i flussi netti di raccolta di questo settore sono stati negativi per circa 60 miliardi di euro. Nell’anno passato vi sono state due eccezioni: i fondi immobiliari che hanno messo a segno una raccolta netta positiva, per quanto contenuta, di circa 2 miliardi di euro; e le forme pensionistiche complementari che hanno registrato una raccolta netta positiva pari a circa 4,3 miliardi di euro (di cui un quarto da imputarsi ai fondi pensione aperti). Queste due eccezioni non sono state, però, in grado di compensare i corrispondenti andamenti negativi delle gestioni individuali per i clienti *retail* (- 46 miliardi di euro di raccolta netta), dei prodotti di natura assicurativa (- 12 miliardi di euro) e dei prodotti non previdenziali per i clienti istituzionali (-3,6 miliardi di euro). Tali andamenti hanno inciso negativamente pure sull’ammontare patrimoniale del settore italiano del risparmio gestito. A fine 2008 il patrimonio complessivo del settore risultava diminuito di circa 288 miliardi di euro (- 25%), attestandosi a poco più di 840 miliardi di euro (a fronte dei 1.129 miliardi di euro di fine 2007).

Permettetemi di concludere questa sintetica e preoccupante ricognizione dei dati, che hanno caratterizzato il nostro settore nel 2008, con un riferimento alle rilevazioni dei primi due mesi del 2009. Tale riferimento introduce, infatti, una nota di ottimismo: i flussi netti negativi dei fondi aperti di investimento, operanti nel mercato italiano, sono rallentati e sembrano indicare una tendenza alla stabilizzazione. Inoltre, nell’ultima settimana, anche i drammatici problemi del settore finanziario internazionale sembrano avviati a un lento – anche se ancora accidentato – riassorbimento.

Se queste evidenze del tutto frammentarie e fragili trovassero un più probante riscontro nei prossimi mesi, si potrebbe sostenere che si è giunti in prossimità del punto di minimo del ciclo finanziario anche se non del ciclo ‘reale’. Per il settore italiano del risparmio gestito, ciò significherebbe l’attenuazione di alcuni “effetti di sostituzione” e l’urgenza di prepararsi al dopo crisi. E’ in quest’ottica che diventa opportuno riflettere sulle auspicabili misure di *policy* e sull’andamento del mercato che potrebbero caratterizzare l’anno in corso.



2. I Problemi del risparmio gestito e l'attività istituzionale dell'Associazione

Come nella tradizione associativa, sono state organizzate molteplici occasioni di confronto e approfondimento sulle strategie di sviluppo delle società di gestione, sollecitando il dibattito tra gli associati, i rappresentanti delle istituzioni e i ricercatori di materie economiche e giuridiche.

L'*Off site* 2007, centrato sul confronto con le maggiori realtà bancarie, aveva suggerito di concentrarsi, *in primis*, sull'impatto delle asimmetrie regolamentari e fiscali e, in seconda battuta, sui problemi determinati dalla dominanza dei canali distributivi bancari, che caratterizza il mercato finanziario italiano, e dalla connessa forte dipendenza della domanda dall'offerta. Le conseguenti priorità di *policy* miravano alla realizzazione di un terreno regolamentare e fiscale uniforme fra i prodotti del risparmio gestito e le attività finanziarie sostitutive, distribuite sugli stessi canali e largamente offerte (a differenza di quanto avviene in altri paesi europei) allo stesso insieme di risparmiatori *retail*. Si era poi ritenuto che, nel caso delle Sgr di proprietà di specifici gruppi bancari, l'integrazione fra produzione e distribuzione rafforzasse le distorsioni indotte dalle asimmetrie regolamentari e fiscali e non ponesse un argine adeguato alle preferenze dei distributori "di casa" verso prodotti più opachi e poco liquidi e, come tali, con minori esigenze di assistenza post-vendita.

Quella agenda di questioni ha trovato, nel corso del 2008, una sua collocazione istituzionale. L'associazione ha, così, potuto svolgere il proprio ruolo di interlocutore del governo e dei regolatori. Sotto tale profilo l'attività più rilevante, realizzatasi nel corso del 2008, è stata la partecipazione al Gruppo di lavoro sui fondi di investimento promosso dalla Banca d'Italia con la partecipazione del Ministero dell'Economia e della Consob. Questa attività ha caratterizzato il primo semestre del 2008 e ha visto l'impegno dei rappresentanti dell'Associazione e di quelli di varie società di gestione.

Partendo dall'analisi della situazione del settore condotta dal Gruppo, sulla base dei dati disponibili a fine 2007 sono state elaborate raccomandazioni di *policy* attinenti ai diversi profili di regolamentazione e fiscalità, *governance* delle società di gestione, organizzazione del settore, innovazione del prodotto e dei servizi di consulenza. Nel mese di luglio è stato reso pubblico il rapporto del Gruppo, che perviene a risultati di analisi e a raccomandazioni aperte al contributo di tutti gli *stakeholder*. Il rapporto ha anche definito una agenda delle misure da adottare: riforme legislative (riforma fiscale), interventi regolamentari, specifici impegni di autoregolamentazione. Purtroppo la deflagrazione della crisi finanziaria, seguita al collasso della Lehman Brothers, ha stravolto il quadro complessivo entro il quale tali raccomandazioni trovavano il proprio fondamento. Nel 2009 si dovrà ripartire da quei punti per ridefinire le priorità.



Mentre l'Off site del 2007 si era concentrato sull'impatto delle asimmetrie regolamentari e fiscali e sui problemi determinati dalla dominanza dei canali distributivi bancari, l'Off-Site 2008 (svoltosi a gennaio 2009) ha avuto come punto cardine il confronto tra le strategie anticrisi del settore del risparmio gestito e quello di settori industriali e dei servizi quali l'*automotive* e i *media*. L'ultimo *Off site* ha dunque inteso porre al centro dell'attenzione la dimensione propriamente produttiva del settore, cercando di indagarne le potenzialità di sviluppo e di innovazione sia di prodotto che di processo; inoltre, esso ha esaminato le possibilità di crescita aziendale per linee interne ed esterne. In tal modo si è spostata l'attenzione dai fattori prettamente istituzionali a quelli aziendali e di economia d'impresa.

Assogestioni sostiene da tempo che la crisi del settore del risparmio gestito minaccia di avere un forte impatto negativo per il mercato finanziario italiano. Senza un'efficiente allocazione degli *asset* finanziari sarà impossibile per il Paese riuscire a recuperare il terreno perduto sul piano della produttività e della specializzazione produttiva rispetto ai maggiori paesi avanzati. Insieme alla tradizionale attività di finanziamento bancario alle imprese, nel passato l'*asset management* è stato il solo settore del nostro mercato finanziario che non fosse sottodimensionato a livello europeo. Al riguardo si ricordi che, nonostante la cronica assenza di investitori istituzionali forti - quali i fondi pensione - , alla fine degli anni Novanta il settore italiano del risparmio gestito si collocava al secondo posto in Europa e, nei primi anni Duemila, al quarto posto. Si noti inoltre che, data la storica debolezza delle attività di *investment banking* e dell'offerta di molti altri servizi per l'impresa da parte dei nostri gruppi bancari, i recuperi di profittabilità bancaria fra la fine degli anni Novanta e l'inizio degli anni Duemila sono stati ampiamente dovuti ai ricavi del risparmio gestito.

Oggi, il settore italiano del risparmio gestito si attesta intorno alla settima posizione e pesa, in Europa, per meno della metà del corrispondente peso del Pil italiano. Purtroppo le principali ragioni di questa debolezza strutturale sono analoghe a quelle segnalate lo scorso anno: (1) una fiscalità penalizzante in termini comparativi riguardo allo strumento di investimento, alle società di gestione e alle risorse umane impiegate; (2) la mancanza di un disegno di incentivi per l'investitore di lungo periodo; (3) una regolamentazione che è appesantita dalla frammentazione delle autorità operanti nel mercato finanziario e da una cultura della consultazione che resta insufficiente e frammentaria; (4) una forte compressione dei margini di profitto delle società di gestione del risparmio da parte dei gruppi bancari proprietari, soprattutto imputabile alla sovraremunerazione delle reti distributive; (5) una conseguente carenza di



investimenti da parte di queste società, che causa un'insufficiente innovazione di prodotto e di organizzazione.

3. L'attività di servizio dell'Associazione

Grazie all'ottimo impegno di una struttura competente e motivata, nel 2008 la Assogestioni è stata in grado di portare avanti le strategie di *policy* determinate dagli organi associativi, senza trascurare la sua consueta attività di rappresentanza e di servizio. Queste attività hanno dovuto integrarsi con l'impegno straordinario sollecitato dalla crisi strutturale del settore e da quella più generale dei mercati finanziari.

I servizi, assicurati agli associati, si sostanziano tradizionalmente in cinque filoni principali: raccolta e diffusione dei dati relativi al settore del risparmio gestito, nonché l'elaborazione di soluzioni tecniche e operative standardizzate per l'intero settore; assistenza agli associati sui temi fiscali, legali, previdenziali e immobiliari di interesse generale; collaborazione con strutture tecniche del governo e con i regolatori su un analogo spettro di temi; comunicazione a diversi *target* (gli associati, i *media*, le reti distributive e gli esperti del settore) in merito alle strategie e alle iniziative del settore e dell'Associazione; formazione, a diversi livelli e con una pluralità di strumenti, degli addetti del settore. Al ruolo di rappresentanza a livello istituzionale nazionale si sono affiancate la cura dei rapporti con le istituzioni e le associazioni europee nonché iniziative di *corporate governance* nei confronti delle maggiori società italiane

Tra le attività straordinarie, conta metterne in rilievo almeno tre, che verranno più specificamente illustrate nei paragrafi relativi ai rispettivi settori: 1) la costituzione di un Ufficio studi, unitamente alla riorganizzazione del settore Dati e Statistiche e Analisi Investimenti; 2) il lancio di una campagna istituzionale a favore dei fondi di investimento, che ha visto un impegno congiunto delle risorse associative e di quelle delle società con una rappresentanza nel Consiglio direttivo; 3) un investimento in *hardware* e *software* per consentire lo sviluppo di tutti i servizi di raccolta e di diffusione dati in piena efficienza e sicurezza.

E utile passare in rassegna le principali attività che hanno visto impegnato lo *staff* nel corso dell'anno passato.

A livello normativo il 2008 è stato caratterizzato dall'attuazione del secondo livello della direttiva MiFID, alla quale Assogestioni ha contribuito in maniera autorevole. In primo luogo l'Assogestioni si è impegnata a fondo sul fronte della definizione di una specifica comunicazione di terzo livello, volta a creare un effettivo "piano di gioco livellato" rispetto ai prodotti di investimento illiquidi. A tal fine, ha offerto una



articolata analisi sia dei meccanismi di mercato sia dei presidi normativi che si ritengono più efficaci per realizzare una piena tutela dei risparmiatori. In secondo luogo ha sviluppato una serie molto ricca di linee guida in materia di *best execution*, valutazione di adeguatezza e appropriatezza, contratto di gestione di portafogli, rendiconto di gestione, incentivi, strategie di esercizio dei diritti di voto, codice interno di comportamento. Queste linee guida sono state inquadrare nell'ambito delle forme di autoregolamentazione associativa secondo la procedura definita dalla Consob e sono state sottoposte alla consultazione delle associazioni dei consumatori, trovando infine il riconoscimento dall'autorità di vigilanza.

L'Assogestioni ha proceduto ad una profonda revisione del protocollo di autonomia, secondo le linee indicate dal Gruppo della Banca d'Italia. Il Nuovo protocollo potrà essere definitivamente approvato dal Consiglio direttivo e adottato su base volontaria dalle società di gestione associate a seguito delle previste modifiche alle norme di vigilanza sui gruppi bancari. La Assogestioni ha avuto anche una interlocuzione tecnica molto approfondita e costante con la Consob su una serie di materie afferenti al recepimento di tutte le direttive del piano *Lamfalussy* e, in particolare, in tema di revisione del Regolamento emittenti per l'introduzione del nuovo prospetto informativo. Sempre in tema MiFID e UCITS IV, Assogestioni si è espressa a livello europeo in occasioni delle consultazioni della Commissione e del CESR, offrendo alcune soluzioni che hanno poi trovato accoglimento sia nell'ambito della associazione europea, EFAMA, sia nei testi approvati dal Parlamento Europeo.

Sul fronte dei fondi speculativi, soprattutto la seconda metà del 2008 ha richiesto un impegno molto intenso. Si è provveduto a definire una concreta ipotesi di modifica del Decreto Ministeriale che norma la struttura dei fondi speculativi in Italia, dando corso ad un ampio dibattito tra le diverse componenti associative circa l'opportunità di un abbassamento della soglia di accesso per i fondi di fondi *hedge*. A seguito poi dell'aggravarsi della crisi dovuto al fallimento della Lehman Brothers, l'Assogestioni si è prodigata per ottenere l'introduzione di misure legislative urgenti in materia di *side pocket*, così da consentire un equo trattamento di tutti i partecipanti ai fondi.

Il 2008 è stato anche un anno di importanti novità riguardo al settore dei fondi immobiliari. *In primis*, vi è stato il riconoscimento della possibilità di costituzione di fondi di fondi immobiliari; vi è stata inoltre la definizione del cosiddetto piano Casa e di altri strumenti innovativi necessari per lo sviluppo infrastrutturale e per il lancio di fondi specializzati. Un gruppo di lavoro ha, poi, presentato analisi utili all'introduzione delle SICAF e una riflessione in merito all'opportunità di varare fondi immobiliari aperti sul modello tedesco. Quest'ultimo tema ha subito però una battuta d'arresto a causa



dei problemi di mercato riscontrati proprio in Germania. Si è fatto infine un ampio sforzo per rendere più coerenti e flessibili gli *standard* di prospetto dei fondi immobiliari; e ciò sempre nell'ambito del recepimento delle Direttive *Transparency e Prospetto*.

Assogestioni ha dedicato una particolare cura alla costituzione di un Ufficio studi che possa internalizzare parte dell'attività di ricerca prima commissionata a ricercatori o a enti esterni. Anche in considerazione dei vincoli di bilancio che il Consiglio direttivo ha imposto, la maggiore difficoltà si è incontrata per la individuazione di nuove risorse umane da inserire nell'Ufficio studi. Almeno per il periodo iniziale, le promettenti risorse umane selezionate dovranno ricevere molta formazione. L'Ufficio studi ha potuto avviarsi solo nel mese di settembre del 2008 e potrà fornire i suoi primi contributi a partire dall'anno in corso. Esso è chiamato a realizzare un intenso programma di ricerca e di pubblicazione.

Sul fronte dei servizi per la gestione di carattere non normativo, l'efficienza del settore passa attraverso la promozione della *best practice* operativa. In tal senso va intesa la promozione del *Fund Processing Passport* presso le Sgr, la promozione della standardizzazione delle distinte contributive e lo sviluppo di uno standard di trasmissione delle informazioni per mezzo dei sistemi di *corporate banking* in collaborazione con ABI e ANIA.

L'impegno forse più costante è stato dedicato alla questione della riforma del sistema di tassazione dei fondi comuni. Al fine di migliorare l'efficienza fiscale dei fondi di investimento e di costruire - anche in questo campo - regole uniformi nel mercato finanziario, Assogestioni si è impegnata in uno sforzo ancora più convinto e a tutto campo per promuovere la riforma del regime di tassazione. L'Associazione ha ottenuto un pieno successo sul piano del consenso alle tesi esposte: tutti gli organismi, deputati alla valutazione tecnica, hanno espresso parere unanime circa l'opportunità della riforma fiscale. La proposta di revisione è stata costantemente adeguata all'evoluzione dei mercati. Purtroppo la proposta di revisione della tassazione, che è parsa molte volte prossima ad un accoglimento del legislatore, non ha ancora superato il nulla osta politico del governo. L'Italia continua così a produrre l'anomala situazione di penalizzare i propri fondi di investimento rispetto a quelli di diritto estero e rispetto a prodotti finanziari più opachi.

Di non meno momento, si configura la questione dell'IVA applicabile ai servizi agli investimenti; questione per la quale l'Associazione esprime un'importante rappresentanza sui tavoli della Commissione. E va ricordato l'impegno per quanto



riguarda le convenzioni contro le doppie imposizioni e la tassazione dei veicoli immobiliari.

Sul fronte della previdenza complementare, conclusa la fase di adesione per silenzio-assenso che aveva visto impegnata l'Assogestioni anche sul fronte comunicativo, si sono affrontati nodi relativi al buon funzionamento della normativa secondaria nel quadro della legge. L'Associazione ha fornito agli associati l'opportunità di confrontarsi con le autorità italiane di regolamentazione, ha predisposto apposite linee guida e un sistematico supporto tecnico. Diverse sono le specifiche questioni che hanno visto il coinvolgimento degli associati. Tra le altre conta annoverare: l'approvazione da parte della COVIP di alcune linee guida per l'offerta dei fondi pensione aperti e per la definizione di uno *standard* atto a stimare la pensione futura da indicare nel cosiddetto progetto esemplificativo. Con lo scopo di promuovere principi di efficienza e di efficacia anche nell'ambito delle gestioni previdenziali, Assogestioni ha condiviso alcune modifiche al DM 703/96: l'adozione di strumenti più articolati in tema di controllo del rischio, l'eliminazione dei vincoli di tipo quantitativo nei controlli di gestione e una più puntuale articolazione delle strutture di *governance*. Purtroppo, fino a oggi, la modifica di questo DM non è stata attuata.

Il 2008 è stato anche l'anno del definitivo recepimento della III direttiva antiriciclaggio; in tale ambito l'Associazione si è adoperata, con successo, perché si pervenisse a una interpretazione di diverse questioni applicative e ha ottenuto una serie di semplificazioni procedurali per le SGR.

Il Consiglio Direttivo ha dato incarico alla struttura di Assogestioni, come ricordato più sopra, di approntare una campagna istituzionale a favore dei fondi comuni di investimento che ha dovuto rispettare una tempistica di lancio estremamente breve. La campagna è stata interamente concentrata sulla stampa periodica e ha incontrato il larghissimo favore del *target*, in particolare le reti distributive nelle loro molteplici articolazioni. Il sito dell'Assogestioni è stato completamente rinnovato, integrando anche il sito educativo "Investire per il futuro". Si ha evidenza che il nuovo sito rappresenta un costante punto di riferimento e aggiornamento per la comunità degli *stakeholder* del risparmio gestito e un valido strumento di supporto per la comprensione delle opzioni disponibili e per l'indirizzo delle scelte.

Per fornire ulteriore sostegno alle funzioni commerciali delle Sgr, si è dato corso ad un progetto di monitoraggio della clientela, incaricando una società di rilevazione demoscopica di monitorare in forma periodica le questioni che maggiormente preoccupano gli investitori e la loro percezione del prodotto "fondo". I risultati dei



sondaggi vengono resi noti a tutti gli associati in occasione di incontri del Comitato di comunicazione.

Con una modalità più diretta di assistenza operativa agli associati e al loro *staff*, nel 2008 si è ulteriormente sviluppata l'attività di formazione mediante la realizzazione di corsi, seminari e commissioni tecniche sulle tematiche di maggior attualità. Grazie all'attenta scelta degli argomenti affrontati e all'utilizzo di relatori di consolidata reputazione, si è registrato un sensibile aumento degli utenti ai servizi formativi offerti e, in particolare, ai corsi autofinanziati.

Nell'anno passato Assogestioni ha anche proseguito il proprio impegno in ambito europeo. Si è rafforzata la posizione nel *board of director* di EFAMA, assumendo la guida di comitati e di diversi gruppi di lavoro; inoltre Assogestioni è entrata a far parte del board dell'EFRP, partecipando così ancora più efficacemente al dibattito sullo sviluppo di una previdenza complementare europea. Anche in ambito EFAMA, Assogestioni ha seguito con particolare attenzione lo svolgimento di una ricerca indipendente relativa alle prospettive di sviluppo della previdenza complementare e agli spazi in essa aperti al risparmio gestito. Lo studio, presentato nel mese di febbraio del 2009, ha preso in esame la fase di erogazione delle prestazioni previdenziali e le forme alternative o complementari alla rendita vitalizia.

Pur in presenza di una grave crisi di mercato, nel 2008 è proseguito l'impegno dell'Associazione sul terreno della *corporate governance* delle principali società italiane. Tale impegno è imposto dal ruolo peculiare che le Sgr ricoprono in Italia: a differenza che nel resto dell'Europa, le Sgr restano il più importante investitore istituzionale del paese. Gli aspetti qualificanti delle iniziative di *corporate governance*, attuate dall'Associazione, sono riconducibili a tre: (1) l'offerta di un tavolo comune per gli associati (il Comitato di *corporate governance*), che verifica la fattibilità della presentazione di liste di minoranza per la costituzione dei Consigli di amministrazione e dei Collegi sindacali delle principali società quotate; (2) la selezione di un ristretto numero di società con rilevanti problemi di *corporate governance* e il conseguente approfondito studio delle loro anomalie, da rendere disponibile agli associati per facilitarne l'intervento in assemblea; (3) il monitoraggio e la denuncia di situazioni problematiche, che rischiano di compromettere gli interessi degli azionisti di minoranza a fronte di un'estrazione dei benefici privati del controllo o che possano limitare le funzioni proprie agli amministratori e ai sindaci di minoranza.

I pesanti deflussi, che hanno pesato e continuano a pesare sui portafogli azionari dei fondi di investimento nonché la contrazione dei mercati, hanno reso più difficile il raggiungimento dei *quorum* richiesti per la presentazione delle liste e hanno



indebolito il peso degli investitori istituzionali italiani nelle assemblee delle principali società quotate; si sono perciò ulteriormente intensificati i legami con investitori istituzionali internazionali.

4. Conclusioni

Per concludere, desidero mettere in luce i molti segnali di stabilizzazione che si possono cogliere e che, se opportunamente valorizzati da tutti gli attori, serviranno a gettare le basi per una ripresa del settore in parallelo al superamento della crisi finanziaria. Come ebbi occasione di sottolineare nella mia relazione dello scorso anno, la soluzione dei principali problemi normativi e regolamentari è una condizione necessaria ma non sufficiente per risolvere la crisi del nostro settore. In Italia i prodotti del risparmio gestito sono prevalentemente venduti mediante i tradizionali canali bancari, che dominano i canali autonomi dei promotori finanziari e - a maggior ragione - quello di Internet.

Sussistono comunque diversi spunti di riflessione, che indicano prospettive di sviluppo per il settore e che inducono a un cauto ottimismo.

In primo luogo si va esaurendo la spinta verso la sostituzione dei prodotti del risparmio gestito con prodotti di *investment banking*, grazie a due fattori. In primo luogo, vi è il crescente riconoscimento (a livello legislativo, regolamentare e direi persino culturale) che tali prodotti sono meno trasparenti e meno liquidi e - spesso - più costosi dei fondi; in secondo luogo, la crisi finanziaria ha fortemente indebolito le attività di *investment banking* e i prodotti strutturati. Nell'attuale fase di mercato resta invece rilevante un altro meccanismo di sostituzione rispetto alle attività del risparmio gestito: gli investimenti di breve periodo (quali i conti correnti e i titoli governativi), che sono estremamente liquidi e a basso rendimento. A differenza di quello precedente rispetto ai prodotti strutturati, questo effetto di sostituzione è di natura contingente e offre le basi per la ripresa del risparmio gestito: non appena la ricerca di rendimento imporrà una minore avversione al rischio, i risparmiatori investiranno in prodotti trasparenti e ben diversificati.

Anche se la ripresa dei mercati costituisce una condizione necessaria perché il risparmio gestito possa dispiegare nuovamente le proprie potenzialità, è almeno altrettanto necessario uno sforzo di innovazione nell'offerta di prodotto. Si tratta di aumentare l'appetibilità e la comprensibilità del profilo di rischio-rendimento dei portafogli gestiti. Al riguardo, permettetemi di ribadire quanto scrissi nella passata relazione:



“Un nuovo capitolo dovrebbe riguardare gli impegni, che il settore del risparmio gestito è pronto ad assumere a fronte dei mutamenti sopra indicati: innovazioni di prodotto, processi di consolidamento dettati dalla ricerca di efficienza, maggiore attenzione ai rendimenti netti dei risparmiatori”.

I processi di innovazione di prodotto e di consolidamento delle strutture produttive si stanno rivelando più farraginosi di quanto fosse prevedibile e auspicabile; essi appaiono però ancora più urgenti alla luce della rivoluzione in atto nel mondo finanziario a livello globale. L'innovazione di prodotto dovrà necessariamente essere accompagnata da una innovazione di processo; e si moltiplicheranno così le opportunità di consolidamento fra le società di gestione del risparmio. Inoltre le profonde riforme della regolazione dei mercati finanziari, che verranno attuate nei prossimi anni, valorizzeranno il modello del risparmio gestito. La parziale penalizzazione, patita dal settore negli anni di *de-regulation*, lascerà il posto a una situazione di vantaggio nel momento in cui si imporrà una regolamentazione omogenea e rigorosa dei conflitti di interesse e la creazione di un effettivo *level-playing field*, non solo a livello di offerta di prodotto ma anche sul piano delle regole di condotta degli intermediari. L'Associazione ha anticipato tale tendenza e ha già ottenuto concreti riscontri; essa non mancherà di continuare a imporre la propria voce in tutte le sedi nazionali e internazionali.

Va infine sottolineato che i canali di vendita specializzati, siano essi i servizi di *private banking* o reti di promotori, hanno ottenuto risultati migliori rispetto a quelli bancari. La specializzazione dei servizi di investimento condurrà ad una riconfigurazione delle modalità di vendita, che l'adozione della Direttiva Mifid ha solo avviato. Il Gruppo di lavoro sui fondi comuni di investimento, coordinato da Banca d'Italia (cfr. sopra), ha già fornito utili indicazioni al riguardo.

Resta da risolvere il nodo della fiscalità dei fondi. La penalizzazione dei fondi di investimento di diritto italiano, che abbiamo avuto modo di sottolineare più volte, non dipende solo dalla diversa modalità di tassazione e dal suo impatto sul calcolo dei rendimenti. In una fase di mercati al ribasso, essa si manifesta anche – e soprattutto – nell'accumularsi di *stock* di risparmi di imposta. Una situazione del genere non è ulteriormente sostenibile, in quanto non pesa tanto o soltanto sugli intermediari quanto sui rendimenti e sull'equità di trattamento dei piccoli risparmiatori. Insieme alle arretratezze organizzative e produttive del settore, essa costituisce il maggiore ostacolo all'affermarsi dei fondi di investimento come uno strumento efficiente e pienamente trasparente.