



**ASSOGESTIONI**

associazione del risparmio gestito

## **RELAZIONE DEL PRESIDENTE Assemblea del 19 marzo 2010**

Gentili Associate e Associati,

chiudo la mia esperienza come presidente di Assogestioni in un momento in cui il settore mostra qualche segnale di ripresa dopo la pesante caduta del 2008, l'anno peggiore della più grave crisi finanziaria degli ultimi settantacinque anni e l'anno peggiore nella storia quasi trentennale del settore italiano del risparmio gestito.

### ***1. L'andamento del settore***

Il 2009 si è aperto con un forte rallentamento dei riscatti nel settore del risparmio gestito, compresi i fondi di investimento. Ciò ha interrotto una stagione di forti deflussi netti che durava – quasi senza interruzioni - dall'aprile del 2006. Tale tendenza ha poi trovato conferma nella raccolta netta positiva del secondo trimestre e nella crescita protrattasi nei trimestri successivi. Seppure su scala diversa, la crescita ha riguardato sia i fondi comuni che le gestioni di portafoglio. Il recupero nel corso della seconda parte dell'anno ha consentito di chiudere il bilancio della raccolta netta con un sostanziale pareggio per le gestioni collettive e con un ammontare positivo di 35 mdi di euro per le gestioni di portafoglio. Il recupero, che si è verificato, non è stato tuttavia sufficiente a compensare i deflussi degli anni precedenti, la cui cumulata è rimasta comunque fortemente negativa. Nell'ultimo triennio si sono, infatti, registrati deflussi netti aggregati per circa 244 mdi di euro.

Anche relativamente al patrimonio promosso, nel 2009 si è assistito ad un recupero rispetto all'anno precedente. Tale recupero ha portato il patrimonio totale del settore del risparmio gestito nuovamente vicino ai 1.000 miliardi di euro, in forte miglioramento rispetto al 2008 - anno in cui il patrimonio totale era sceso a 836 mdi di euro - ma ancora al di sotto dei 1.200 mdi di euro del 2007. Da questo punto di vista, diversamente da quanto avvenuto in precedenza, il mercato italiano si è mosso in sintonia con l'insieme del mercato europeo. Nel 2009 il patrimonio aggregato, gestito a livello europeo, ha messo a segno un recupero che ha avvicinato, senza però raggiungerli, i livelli del 2007. Tale patrimonio si è, infatti, attestato a 12,3 trilioni di euro rispetto a 13,6 trilioni del 2007 e a meno di 11 trilioni di euro nel 2008.

Uno sguardo comparativo alle categorie, sottostanti queste tendenze, non riserva grandi sorprese. Si ricordi, al riguardo, che la composizione del risparmio gestito in Italia è



stata sistematicamente caratterizzata dal maggior peso dei prodotti obbligazionari rispetto ai portafogli medi europei. Fatto è che, anche durante un anno di ripresa dei mercati azionari quale è stato il 2009, in Italia la composizione del patrimonio ha registrato un aumento del peso dell'obbligazionario di quasi 3 punti percentuali (dal 27,3% al 29,8%) a fronte di una crescita dell'azionario di poco più di due punti percentuali (dal 9,2% allo 11,4%). A fine 2009, i prodotti azionari hanno realizzato una discreta raccolta netta positiva (4 mdi di euro); tale dato è, peraltro, pari a meno di un quinto della raccolta netta positiva messa a segno dagli obbligazionari (22 mdi di euro). Deflussi netti si sono, invece, registrati sia nel comparto monetario e in quello dei prodotti flessibili sia nel comparto dei prodotti alternativi.

Sarebbe interessante approfondire le ragioni della modesta crescita dei fondi azionari in Italia anche in una fase di ripresa dei mercati borsistici a livello internazionale. Al riguardo, si fa spesso riferimento alla scarsa educazione finanziaria e alla - connessa - forte avversione al rischio dell'investitore medio italiano. Ricerche empiriche internazionali mostrano, inoltre, che la crisi finanziaria ha determinato una generalizzata caduta di fiducia da parte dei risparmiatori nel mercato e negli intermediari finanziari e un conseguente abbassamento medio della propensione al rischio degli investitori. Resta il fatto che, nel corso di tutti gli anni Duemila, in Italia la composizione dei fondi di investimento non ha sfruttato gli andamenti positivi del mercato finanziario e ha subito l'impatto dei suoi andamenti negativi. E' pertanto plausibile sostenere l'ipotesi che vi sia stata una carenza di consulenza o - peggio - un errato orientamento nelle scelte degli investitori da parte dei canali distributivi che sono, in larghissima misura, canali bancari.

Può essere utile esaminare i dati dei flussi netti dei fondi di investimento anche dal punto di vista della provenienza geografica. Nel primo trimestre del 2009, salvo rare eccezioni, il superamento della fase dei deflussi netti ha riguardato i soli fondi promossi dai gruppi esteri. Nel resto dell'anno invece, la ripresa ha coinvolto anche gran parte dei fondi promossi dai gruppi italiani. Nell'arco dell'intero anno, i fondi aperti di diritto italiano hanno tuttavia accusato deflussi per 13 mdi di euro che, nell'aggregato, sono stati quasi compensati grazie alla raccolta netta positiva per circa 12 mdi da parte dei fondi di diritto estero (esteri in senso proprio o estero-vestiti). Alla fine del 2009, per la prima volta nella storia del risparmio gestito italiano, il patrimonio dei fondi di diritto estero (che per due terzi sono promossi da gruppi italiani) ha superato (50,7%) quello dei fondi di diritto italiano nel mercato nazionale. Si tratta di una situazione anomala, le



cui cause principali vanno ricondotte al trattamento fiscale penalizzante che i fondi di diritto italiano hanno subito e continuano a subire nel mercato nazionale.

Come è stato documentato dall'Assogestioni senza sollevare obiezioni tecniche, sarebbe stato possibile superare l'asimmetria fiscale senza alcun apprezzabile appesantimento del bilancio pubblico - nel caso di futuri andamenti probabili del mercato finanziario - o con un costo di poche decine di milioni di euro - nel caso di futuri andamenti 'sorprendenti' del mercato finanziario o di specifici "effetti di composizione". Nonostante ciò, i responsabili di *policy* non hanno ritenuto opportuno modificare la normativa fiscale. Come mostrano i dati relativi alla riallocazione dei portafogli dei risparmiatori italiani ( investiti nei fondi di investimento) fra fondi di diritto italiano e fondi di diritto estero, nel medio periodo ciò causerà una consistente perdita di gettito fiscale per il nostro paese.

Concludendo il breve *excursus* sull'andamento quantitativo del settore del risparmio gestito nel 2009, va segnalato che i fondi immobiliari italiani hanno fatto segnare una moderata crescita, pur in assenza dell'attuazione del cosiddetto "Piano casa". Infatti, il loro patrimonio e il volume delle loro attività sono cresciuti - rispettivamente - dello 1,9% e del 6,4% su base annua. Al 30 giugno 2009 i 143 fondi immobiliari operativi, censiti da Assogestioni/ IPD, registravano un patrimonio superiore ai 20 mdi di euro; sempre nel primo semestre del 2009, i loro flussi di raccolta netta si sono attestati a 548 milioni di euro. Anche il settore della previdenza complementare ha continuato a segnare una crescita sia nel numero degli iscritti, giunti a settembre 2009 a 865.000 (+4% rispetto all'anno precedente), che nelle attività totali (pari - sempre a settembre 2009 - a 5,8 mdi di euro, con un incremento annuo di oltre il 20%). Specie se si considera che quest'ultimo incremento è largamente imputabile alla ripresa del mercato finanziario, tali dati mostrano però che lo sviluppo della previdenza complementare italiana non è stato adeguato per rispondere al fabbisogno previdenziale dei lavoratori italiani e, in particolare, delle più giovani generazioni.

## **2. Le novità normative e l'impegno dell'Associazione**

Nel 2009 l'Associazione ha collaborato con le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari per l'attuazione di rilevanti modifiche normative e regolamentari. I due risultati regolamentari più significativi hanno riguardato la "Comunicazione sui prodotti finanziari illiquidi", emanata dalla CONSOB, e il nuovo regolamento relativo ai rapporti fra capogruppo e Società di gestione del risparmio, emanato dalla Banca d'Italia.



Anche negli anni precedenti il 2009 l'Assogestioni si era battuta, in varie sedi, per affermare i principi della trasparenza e per pervenire a un "campo di gioco livellato" tra i diversi prodotti finanziari prevalentemente distribuiti mediante i canali bancari; e il "Tavolo di lavoro sui fondi italiani di investimento", coordinato dalla Banca d'Italia e conclusosi a metà del 2008, aveva recepito e rafforzato questo obiettivo. Con la ricordata Comunicazione, la Consob ha dettagliato le regole di condotta che il distributore deve seguire nel collocamento dei prodotti illiquidi quali le obbligazioni bancarie, le polizze assicurative e i derivati negoziati *over the counter*. La puntuale identificazione dei prodotti e l'introduzione di regole stringenti per il distributore in tema di informazione e di verifica dell'adeguatezza e dell'appropriatezza hanno consentito di effettuare significativi passi avanti nella tutela dei risparmiatori e nella simmetria regolamentare fra i prodotti del risparmio gestito e le attività finanziarie con un elevato tasso lordo di sostituzione.

Anche il nuovo regolamento, inerente ai rapporti fra Società di gestione del risparmio (SGR) a controllo bancario e capogruppo, è stato la conseguenza di impegni assunti nel "Tavolo di lavoro" coordinato dalla Banca d'Italia. Esso ha specificato il ruolo di coordinamento che la capogruppo può e deve avere nei confronti delle Sgr da essa controllate, ma anche e soprattutto gli ambiti di autonomia che ogni Sgr deve comunque mantenere. L'iniziativa della Banca d'Italia ha, così, rappresentato uno degli strumenti regolamentari per facilitare la graduale emancipazione del settore del risparmio gestito dalla dipendenza bancaria, specie con riguardo alla capacità di autofinanziamento degli investimenti e di 'apertura' dei canali distributivi.

Il regolamento della Banca d'Italia in tema di rapporti tra Sgr e capogruppo di origine bancaria ha, inoltre, fornito un prezioso stimolo per la revisione del Protocollo di Autonomia della nostra Associazione, che viene sottoposto all'approvazione della presente Assemblea. Qualora fosse approvato, tale Protocollo presenterebbe aspetti innovativi sul terreno dell'autoregolamentazione in Italia: esso prevede 'sanzioni' reputazionali, decise e comminate da uno specifico Comitato, per quegli associati che non si sottopongono al principio "*comply or explain*".

Un altro proficuo terreno di collaborazione regolamentare ha riguardato il recepimento e l'implementazione della direttiva MiFID e la validazione delle Linee guida, elaborate dall'Associazione. La Consob ha infatti approvato le Linee guida in materia di: *best execution*, obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza, contratti per la prestazione del servizio di gestione di portafogli. Tali Linee guida, predisposte con la collaborazione delle Società, rappresentano un ausilio per la corretta e piena attuazione



della normativa di derivazione MiFID da parte degli associati. Lo sforzo di interpretazione e di sistematizzazione dei diversi profili della normativa ha avuto, anche, una rilevante ricaduta scientifica. L'Associazione ha, infatti, promosso la pubblicazione del volume *L'attuazione della MiFID in Italia* che rappresenta il testo più esaustivo sull'argomento.

L'approvazione, da parte della Consob, delle modifiche e delle integrazioni al Regolamento Emittenti ha reso infine necessaria un'opera di interpretazione e di commento che l'Associazione ha svolto, con il coinvolgimento delle Sgr associate, nell'ambito di gruppi di lavoro dedicati e mediante la predisposizione di specifiche circolari. Le novità, relative alla modifica del nuovo prospetto di offerta, hanno causato alle Sgr inevitabili costi di adeguamento; esse hanno però contribuito e contribuiranno a rendere più efficace la comunicazione con il cliente in merito alle caratteristiche dei prodotti del risparmio gestito e a sottolinearne, così, i vantaggi relativi di trasparenza.

In tema di previdenza complementare, è proseguita la fattiva collaborazione con COVIP. L'Assogestioni ha perseguito iniziative di autoregolamentazione, coerenti con le novità regolamentari, per quanto concerne l'offerta di prodotti della previdenza complementare, la definizione della modulistica *standard* per la gestione dei trasferimenti delle posizioni previdenziali e la definizione di nuovi modelli per le segnalazioni periodiche. Inoltre, l'Associazione ha condiviso lo sforzo della Covip per il disegno di nuove regole in materia di informativa periodica agli iscritti. Infine, verso la fine del 2009, l'Assogestioni ha visto realizzarsi uno degli obiettivi per i quali più si era battuta nel campo della previdenza complementare: l'apertura di tavoli di lavoro, coordinati dalla Covip e aperti a tutti gli attori istituzionali del secondo pilastro, per l'esame dei maggiori problemi aperti (quali: la *corporate governance* delle diverse forme previdenziali, lo stimolo alle adesioni specie nell'area delle piccole imprese e del lavoro autonomo, l'educazione previdenziale).

L'auspicio è che questi tavoli di lavoro facciano emergere gli aspetti e i problemi strategici del secondo pilastro italiano. Anche in ambito europeo, il settore della previdenza complementare è infatti diventato uno dei principali assi strategici lungo i quali dovrebbe svilupparsi il risparmio gestito nei prossimi anni. Assogestioni ha avuto una fattiva interlocuzione anche con Istituzioni diverse dall'Autorità per la previdenza complementare. Basti ricordare, al riguardo, l'audizione parlamentare di metà 2009 dedicata, appunto, all'attuazione di interventi normativi nelle aree inerenti alla



*governance* e all'amministrazione dei fondi pensione (per esempio: portabilità, fiscalità, semplificazione amministrativa).

Oltre all'impegno sul fronte della regolamentazione nazionale, Assogestioni ha lavorato a livello europeo partecipando, specie nell'ambito di EFAMA e di EFRP, ai processi consultivi di tipo formale e informale avviati dalla Commissione Europea, dal CESR e dal CEIOPS. Riguardo agli aspetti più strettamente finanziari, l'impegno ha riguardato la definizione della "UCITS IV", i lavori sulla direttiva in tema di gestori di fondi alternativi e le future iniziative sul ruolo e sulla funzione del depositario. Riguardo agli aspetti più legati agli investimenti previdenziali, l'impegno ha riguardato il progressivo ma rapido affermarsi degli schemi a contribuzione definita a livello internazionale. Le direttive e le tendenze europee incideranno su aspetti chiave del settore del risparmio gestito (per esempio: modalità di collocamento dei fondi in un paese interno all'Unione Europea; effettuazione di fusioni transfrontaliere; responsabilità della depositaria; forme di commercializzazione in Europa di prodotti alternativi; apertura alla concorrenza europea del secondo pilastro previdenziale). Esse definiranno gli scenari competitivi dei prossimi anni.

Con riferimento alle novità rilevanti per il settore dei fondi immobiliari, l'Associazione ha condotto un'attenta analisi del Piano nazionale di Edilizia abitativa (il c.d. "Piano Casa"). Questo piano prevede l'istituzione di un sistema integrato di fondi immobiliari che dovrebbe operare, a livello sia nazionale sia locale, per la costituzione di immobili dedicati all'*housing* sociale. Assogestioni ha lavorato con le autorità competenti per favorire la partecipazione delle Sgr all'attuazione del suddetto piano. Assogestioni ha poi elaborato Linee guida per la valutazione degli *asset* immobiliari e per la valutazione e definizione dei rapporti fra Sgr ed esperti indipendenti. Anche tali linee guida saranno sottoposte a un processo di validazione da parte della Banca d'Italia e della Consob.

Sul fronte della normativa fiscale, la mancata riforma non ha comportato l'inattività dell'Associazione. Assogestioni ha continuato a portare avanti in tutte le sedi la già ricordata proposta che consentirebbe il passaggio dalla tassazione sul maturato a quella sul realizzato e il graduale smaltimento dello *stock* di "risparmio" di imposta senza aggravii per l'erario. Inoltre, il 2009 è stato l'anno del cosiddetto scudo fiscale ovvero dell'introduzione della possibilità, per alcuni soggetti, di fare emergere - mediante il pagamento di una modesta imposta - le attività detenute all'estero, in violazione delle norme sul monitoraggio fiscale, a una data non successiva al 31 dicembre 2008. Per garantire il rispetto delle condizioni fissate dal provvedimento, è stato previsto che le



operazioni di emersione fossero canalizzate per il tramite degli intermediari finanziari, tra i quali anche le Sgr. Assogestioni si è fatta carico del chiarimento delle concrete possibilità di intervento delle Sgr nell'ambito delle operazioni di rimpatrio e delle attività finanziarie. Infine, è proseguito l'impegno in ambito internazionale con la partecipazione sia ai lavori di modifica della direttiva sulla tassazione del risparmio e della direttiva IVA sui servizi finanziari sia all'iniziativa OCSE per l'applicazione delle convenzioni contro le doppie imposizione ai fondi comuni.

### **3. L'attività di servizio dell'Associazione**

Accanto all'attività sul fronte regolamentare, la struttura dell'Associazione ha continuato con impegno e competenza la propria attività nelle aree che caratterizzano la tradizionale azione associativa: raccolta e diffusione dei dati relativi al settore del risparmio gestito; assistenza agli associati sui temi di interesse generale in materia fiscale, legale, previdenziale e immobiliare; collaborazione con strutture tecniche del governo e con i regolatori; comunicazione a diversi *target* (associati, *media*, reti distributive ed esperti del settore) delle strategie e delle iniziative del settore e dell'Associazione; formazione, a diversi livelli e con una pluralità di strumenti, degli addetti del settore. Sono inoltre proseguite le iniziative di *corporate governance* per la tutela degli azionisti di minoranza nelle maggiori società italiane. Ad illustrazione di tali attività, bastino alcune indicazioni che non danno ragione di tutto l'impegno profuso nel corso del 2009.

Si è consolidata l'attività dell'Ufficio studi, nato nella seconda metà del 2008. L'Ufficio studi si è impegnato sul duplice fronte dell'avvio dell'attività di ricerca e del rafforzamento dell'infrastruttura interna – sia a livello di risorse umane che tecnologiche - per poter meglio effettuare quelle analisi del settore che sono la base per qualunque iniziativa strategica. Nell'anno appena trascorso, l'Ufficio studi ha dedicato molta attenzione all'evoluzione normativa circa le modalità di comunicazione del rischio dell'investimento. In particolare, l'Ufficio Studi ha promosso il "Quaderno di ricerca" sulla classificazione dei fondi comuni italiani in classi di rischio; e ha sviluppato un intenso confronto tecnico con l'autorità di vigilanza per individuare un'efficace definizione delle modalità di rappresentazione del rischio nel nuovo prospetto. L'evoluzione normativa, specie a livello europeo, richiederà ulteriore lavoro in questo ambito.





Nell'area di competenza dell'Ufficio studi, va inoltre collocata l'analisi della crisi finanziaria del biennio 2007-'09: *The financial crisis: understanding it to overcome it*. Tale analisi, che dedica una parte anche al sistema finanziario italiano e alle possibili modalità di uscita dagli effetti negativi della crisi finanziaria, offre spunti di riflessione rilevanti per il settore italiano del risparmio gestito.

Dal punto di vista più operativo, dando seguito a un impegno definito nell'ambito del Tavolo di lavoro del 2008, Banca d'Italia e Consob hanno affrontato il tema del miglioramento dell'efficienza dei processi di collocamento e gestione degli ordini. Tale sforzo si è concretizzato nei risultati raggiunti dal gruppo "Gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote di fondi". Grazie anche al contributo dell'Associazione, si è pervenuti a fissare un processo di standardizzazione dei processi e dei linguaggi utilizzati dai gestori e dai collocatori. L'obiettivo è di contribuire a creare le condizioni per una maggior apertura del mercato, intervenendo sulle modalità di gestione operativa dei flussi e delle informazioni che caratterizzano il rapporto tra società di gestione e collocatori. Per rendere ancora più concreto questo processo, è stato creato un Tavolo tecnico interassociativo che vede la partecipazione di Assogestioni e di società di gestione e che mira a realizzare effettivamente l'attività di standardizzazione. Ciò dovrebbe rendere più efficiente la struttura dei costi e fornire un contributo all'apertura dei canali distributivi.

Nel 2009 è continuata l'attività di formazione mediante la realizzazione di corsi, seminari e commissioni tecniche sulle tematiche di maggior attualità.

E' proseguito l'impegno dell'Associazione sul terreno della *corporate governance* delle principali società italiane. La crisi finanziaria ha reso più arduo l'impegno dei fondi di investimento per la presentazione delle liste di minoranza. L'aumento dei *quorum*, seguito alla caduta delle capitalizzazioni di molte società quotate, e i severi deflussi netti specie dei fondi "azionari Italia" hanno infatti limitato la presenza dei candidati del settore del risparmio gestito negli organi delle principali società quotate rispetto alla stagione assembleare del 2008. Basti considerare che sono stati eletti rappresentanti in due Consigli di amministrazione e in cinque Collegi sindacali. Le difficoltà, legate alla congiuntura, non mutano comunque la validità di fondo dell'impegno del settore in quest'area. Il meccanismo, che demanda a una società esterna la scelta indipendente di un ampio ma limitato *pool* di candidati e che vincola gli associati partecipanti al Comitato di *Corporate governance* a operare scelte interne a tale *pool*, assicura la massima trasparenza mediante un processo di "double check". Sarebbe peraltro





auspicabile che, oltre a offrire un tavolo comune perché gli associati possano costituire liste di minoranza per i Consigli di amministrazione e per i Collegi sindacali delle principali società quotate, l'Assogestioni fosse posta in condizioni di riprendere un'altra iniziativa, svolta solo nel 2008 con scarso esito: l'esame approfondito di società con sostanziali problemi di *governance*, così da fornire agli associati studi per facilitare attivi e informati interventi assembleari.

*Last but not least*, il 2009 è stato un anno di intenso lavoro da parte dell'area comunicazione. Tale lavoro ha perseguito l'obiettivo di un approfondimento del rapporto con la clientela *retail* e con i distributori. L'indagine periodica sulle "domande che la clientela avrebbe voluto fare alle Sgr", condotta da SWG, ha cercato di acquisire maggiori informazioni sulle esigenze soggettive degli investitori; il "vademecum per il risparmiatore", prodotto in collaborazione con le associate, ha cercato di far emergere che il settore del risparmio gestito ha le potenzialità per soddisfare molte di tali esigenze. Queste due iniziative hanno costituito la base per la progettazione e la preparazione di un'iniziativa molto più ampia nel campo dell'educazione finanziaria dei distributori e dei risparmiatori: il primo Salone della gestione del risparmio, che si svolgerà tra poche settimane. Si tratta di un'iniziativa, che ha assorbito un'ingente mole di lavoro dell'area comunicazione negli ultimi nove mesi e che - nel prossimo futuro - promette di diventare un appuntamento decisivo per il settore del risparmio gestito e per l'analisi e la discussione dei suoi problemi.

#### **4. Conclusioni**

Il triennio, trascorso come Presidente di Assogestioni, è stato intenso e stimolante. Ho avuto modo di lavorare con giovani professionisti di ottima caratura tecnica e di elevata competenza. Queste persone mi hanno insegnato molte cose in aree che spaziano da quella legale a quella fiscale, dall'analisi quantitativa e dal trattamento delle banche dati ai problemi del settore immobiliare e previdenziale, dai problemi di comunicazione alle regole europee. Inoltre, la fase ciclica internazionale ha reso di particolare intensità e interesse l'insieme di problemi da affrontare e risolvere. Questo compito è stato agevolato dall'impegno e dalla competente collaborazione del Direttore generale. La severità della crisi finanziaria e - prima ancora - della crisi del settore italiano del risparmio gestito mi ha inoltre permesso di concentrare il lavoro su svariate funzioni di autoregolamentazione, che - a mio avviso - dovrebbero caratterizzare le attività di un'Associazione moderna di rappresentanza, e di verificare le grandi potenzialità di una



positiva interazione fra tali funzioni e le attività istituzionali svolte dalle Autorità di regolamentazione.

Insomma, mi sembra di uscire arricchito dall'esperienza in Assogestioni. Ciò mi impone il gradito obbligo di esprimere la mia riconoscenza a quanti mi hanno permesso di svolgere il ruolo di Presidente dell'Associazione: prima di tutto al mio predecessore, Guido Cammarano, la cui ricca attività ha - per lungo tempo - combaciato con la nascita e con l'affermazione del risparmio gestito in Italia; e poi agli associati, cui spetta - fra l'altro - il compito di nominare il Presidente di Assogestioni.