



**ASSEMBLEA ORDINARIA**

27 marzo 2017, ore 13:00

---

**ODG 1. Relazione del Presidente**





## Sommario

1. Introduzione: gli importanti risultati per il 2016.....	5
1.1 La nascita dei PIR .....	5
1.2 Attuazione dei Principi italiani di <i>Stewardship</i> .....	7
1.3 L'impegno per la formazione e il lancio del progetto 'Capitale Umano' .....	7
2. Quadro di mercato .....	9
2.1 I fondi aperti .....	10
2.2 Le gestioni di portafoglio.....	13
2.3 I fondi chiusi immobiliari.....	14
3. L'evoluzione del quadro normativo e fiscale.....	16
3.1 Regolamentazione nazionale .....	16
3.2 Regolamentazione europea e internazionale .....	24
3.3 I principali dossier fiscali.....	32
3.4 La previdenza complementare .....	34
3.5 Autoregolamentazione .....	35
4. <i>Corporate governance</i> .....	39
4.1 L'attività dell'Associazione nel 2016.....	39
4.2 L'attività del Comitato dei gestori .....	40
4.3 Finanza sostenibile.....	41
5. Educazione finanziaria, comunicazione e capitale umano .....	43
5.1 Salone del risparmio.....	43
5.2 Educazione finanziaria .....	43
5.3 Capitale umano .....	44
5.4 Comunicazione continua .....	45
6. Conclusioni: prospettive per il 2017 .....	46
6.1 Nascita PEPPs: l'iniziativa europea per le pensioni individuali .....	46
6.2 Prospettive evolutive della <i>corporate governance</i> .....	48
6.3 MiFID II: le nuove sfide della <i>product governance</i> e della trasparenza informativa per la gestione e la distribuzione .....	50
6.4 Considerazioni finali.....	53





## **1. Introduzione: gli importanti risultati per il 2016**

L'Associazione ha ottenuto diversi successi nell'anno trascorso, successi che si riflettono nei numeri di raccolta e crescita delle masse in gestione, ai primissimi posti in Europa e globalmente sul piano relativo alla dimensione della nostra economia, e nelle iniziative realizzate e progettate su molteplici fronti della legislazione, della fiscalità e della collaborazione con i molti *stakeholders* che animano il risparmio e gli investimenti di milioni di famiglie italiane

Nel 2016 la nostra industria ha dunque messo a segno risultati di particolare rilievo. Nell'arco di dodici mesi la raccolta netta complessiva ha infatti raggiunto quota 34 miliardi di euro, in continuità con un cammino di forte ripresa iniziato alla fine del 2012.

In prospettiva storica lo sviluppo degli ultimi quattro anni (392 miliardi di raccolta tra fondi e gestioni) è paragonabile a quello messo a segno nella prima storica fase di *boom* dei fondi comuni (1996-1999, 366 miliardi). Il rilievo del successo di questi anni è accresciuto dalla circostanza che esso è stato raggiunto nonostante un contesto di mercato che, rispetto ad allora, appare più maturo, complesso e competitivo. Il patrimonio gestito si è così portato su valori mai toccati nel corso della più che trentennale storia del mercato italiano del risparmio gestito.

Dedico il prossimo capitolo della mia relazione ad un approfondimento puntuale della dimensione quantitativa dell'anno trascorso. Vorrei quindi in questa introduzione soffermarmi su quei dossier che hanno caratterizzato su un piano anche di relazione col Paese nel senso più lato l'azione associativa. Nei prossimi capitoli avrò poi l'occasione di dare conto della ricchissima attività di rappresentanza ed elaborazione di idee che l'Associazione svolge su molti fronti di natura tecnica.

### **1.1 La nascita dei PIR**

I PIR realizzano appieno l'agevolazione di cui l'Associazione da anni richiedeva l'introduzione in Italia sulla falsariga dell'esperienza di altri Paesi. Credo si debba riconoscere il bel lavoro di squadra messo in campo dalle nostre istituzioni, a partire dal governo, in particolare dal Ministro Padoan, ma anche dal Dipartimento delle finanze e dall'Associazione che ha profuso in questi anni notevoli sforzi per metter in luce i benefici che un incentivo di lungo termine ben congegnato potrebbe portare alle famiglie e alle imprese italiane.

La normativa italiana presenta infatti caratteristiche di particolare interesse proprio per le famiglie, dato che permette di beneficiare di un regime di esenzione da tassazione dei rendimenti degli investimenti finanziari detenuti nel PIR, condizionato al rispetto di determinati vincoli di investimento in strumenti finanziari emessi da imprese italiane ed estere con una stabile presenza nel territorio dello Stato e del vincolo di detenzione degli strumenti finanziari per cinque anni.



Tale misura costituisce, pertanto, un importante volano per la canalizzazione del risparmio delle famiglie italiane verso l'economia reale del Paese. Gli investitori istituzionali potranno così sopperire alla riduzione del canale di finanziamento bancario e parallelamente dare liquidità ai mercati degli emittenti meno strutturati, e per altro a più alto potenziale di crescita.

I PIR presentano indubbi vantaggi rispetto agli omologhi prodotti esteri in termini di flessibilità e di importi che possono essere conferiti in un piano. Quanto al primo profilo, la normativa italiana consente, comunque, di poter effettuare disinvestimenti anche prima dei cinque anni senza l'applicazione di alcuna penalizzazione, se non quella di corrispondere le ordinarie imposte dovute sui redditi percepiti. In relazione ai conferimenti nel PIR, inoltre, i limiti alle somme e valori che possono essere destinati in un piano risultano maggiori di quelli fissati dalle giurisdizioni estere e, specificamente, fino a 30.000 euro l'anno entro comunque un limite complessivo per piano pari a 150.000 euro.

Considerato il notevole impatto delle nuove disposizioni per gli operatori, sin dalla presentazione del disegno di legge di bilancio per l'anno 2017, l'Associazione ha istituito un gruppo di lavoro dedicato all'analisi delle questioni interpretative e ha svolto in questi mesi un'attività di continuo supporto dell'Amministrazione finanziaria nell'analisi ed individuazione di soluzioni operative che siano in linea con le esigenze dell'industria del risparmio gestito.

Particolarmente rilevante la soluzione interpretativa proposta dall'Associazione volta a consentire alle SGR, nel caso di apertura di un PIR mediante la sola sottoscrizione di quote o azioni di OICR italiani collocate indirettamente, la gestione del rapporto fiscale PIR presso la SGR che ha istituito l'OICR PIR *compliant*, in alternativa al collocatore.

Tale soluzione, che rende più flessibile l'offerta dell'OICR PIR *compliant*, ha consentito agli operatori del risparmio gestito, di essere operativi sin dal 1° gennaio 2017, data di entrata in vigore della nuova normativa.

Voglio quindi ricordare che il nostro impegno proseguirà per sostenere lo sviluppo dei prodotti PIR sia sotto il profilo della comunicazione sia sotto quello del monitoraggio, al fine anche di mantenere viva l'attenzione del legislatore verso ulteriori affinamenti della normativa che possano rendersi vantaggiosi per il sostegno dell'economia.

Assogestioni intende collaborare con altri istituzioni di mercato per misurare concretamente i flussi di finanziamento e i guadagni di efficienza dei mercati secondari delle emissioni azionarie e obbligazionarie delle piccole imprese quotate e monitorare l'impatto sul mercato primario. Inoltre intendiamo dare massima visibilità ai prodotti PIR-compliant, creando uno specifico rapporto statistico su base



annuale e mettendo in rilievo, a partire dal 2018, i flussi e le consistenze in una sezione ad hoc dei nostri report attuali.

## **1.2 Attuazione dei Principi italiani di *Stewardship***

L'Associazione rivolge ai propri associati la medesima esortazione e stimolo che da più di un decennio promuove presso le società emittenti. Cogliendo la duplice opportunità di un rilancio della direttiva sui diritti degli azionisti e l'introduzione, per la verità timida negli altri paesi ad eccezione del Regno Unito, di un codice di *stewardship* europeo, da almeno tre anni è entrata anche nel nostro DNA l'idea di forme di autoregolamentazione che fornissero linee guida nelle sue articolazioni, di voto, engagement e monitoraggio. Nel 2016 si è finalmente fatto un passo importante di trasparenza e responsabilità verso il mercato e i nostri clienti.

Già a maggio l'Associazione ha proceduto a una revisione dei Principi italiani di *Stewardship* per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate. La revisione è da considerarsi una naturale operazione di *fine-tuning* della precedente versione, rivolta ad affinare alcune delle raccomandazioni di *best practice* con l'obiettivo di contribuire a sviluppare ulteriormente la cultura della buona *governance* del mercato italiano nell'ottica di un sempre più costruttivo confronto dialettico tra emittenti e investitori.

Il Consiglio direttivo non ritenne di prevedere un termine di applicazione dei Principi ma, per dare nuovo vigore all'autodisciplina, questi sono stati oggetto di un primo monitoraggio sul relativo stato di applicazione con riferimento all'anno 2015. A questo primo monitoraggio, affidato a EY quale soggetto esterno ed indipendente che ha sviluppato un apposito questionario in collaborazione con il Gruppo di lavoro *Stewardship*, hanno preso parte 12 società, di cui 10 italiane – per le quali l'ammontare totale di capitale gestito (*asset under management*) è pari a quasi 800 miliardi di euro. Il questionario è stato realizzato anche sulla base dell'esperienza maturata in UK in relazione alla rilevazione dell'applicazione del FRC's *Stewardship Code*. Gli esiti delle rilevazioni sono stati presentati in occasione dell'Incontro annuale degli amministratori di minoranza.

Questo rappresenta un primo e importante passo col quale vogliamo dare il giusto risalto all'impegno che le società di gestione si sono assunte nel mettere in pratica i nostri Principi a beneficio dell'intero mercato. Ci aspettiamo una crescita organica dell'impegno di tutti gli associati, sia in termini organizzativi che sotto il profilo delle azioni intraprese, così che questo fronte venga a rappresentare al meglio le esternalità positive di una robusta e sana industria del risparmio gestito sulla piazza italiana.

## **1.3 L'impegno per la formazione e il lancio del progetto 'Capitale Umano'**

L'Associazione ha da tempo posto al centro della propria agenda di comunicazione la natura formativa delle attività rivolte al pubblico. Il Salone del Risparmio, giunto



quest'anno alla sua ottava edizione, dà prova della validità di questo modello di dialogo col pubblico e con i nostri interlocutori e *partner*, le reti di distribuzione e la consulenza. Più avanti nella mia relazione darò conto dei numeri davvero impressionanti di crescita del Salone, numeri che disvelano anche la crescita qualitativa.

Mi preme da subito soffermarmi su un progetto nato grazie alle risorse che gli sponsor mettono a disposizione di questa grande manifestazione associativa, che ha una natura diversa e molto innovativa nel quadro delle attività di formazione dell'Assogestioni. Ha infatti preso avvio nel secondo semestre del 2016 il programma Il tuo Capitale Umano (ICU) ideato dall'Associazione per avvicinare l'industria del risparmio gestito ai giovani talenti e rilanciare la nostra industria come "*employer*" attraente. Il progetto si articola in tre momenti. La prima parte è dedicata agli incontri in ateneo dove gli studenti hanno la possibilità di conoscere le caratteristiche chiave del settore e le competenze principali per potersi candidare. Gli incontri, svoltisi nei primi mesi del 2017, hanno permesso all'Associazione e alle SGR aderenti al progetto (23) di incontrare un migliaio di giovani presso i migliori atenei del paese.

Il secondo momento consiste in una giornata di formazione e orientamento durante il Salone del Risparmio 2017. Nella sua terza giornata, il 13 aprile, i ragazzi avranno infatti la possibilità di incontrare i rappresentanti di SGR italiane ed estere, partecipare a workshop dedicati, ascoltare le testimonianze di chi lavora nel settore e affrontare, insieme ai responsabili delle risorse umane, i colloqui di selezione.

Il terzo step prevede per tutti i ragazzi selezionati per il tirocinio la possibilità di partecipare ad una sessione di induction sulle tematiche chiave del settore offerta da Assogestioni.

Sono felice di annunciare, in preparazione dell'incontro che avrà luogo nella terza giornata del Salone 2017, che più di 700 curricula di giovani brillanti hanno già registrato interesse per perseguire un percorso formativo nel risparmio gestito. Sono numeri superiori alle attese, che danno testimonianza del ruolo fondamentale che possiamo svolgere sul fronte della formazione di nuovo capitale umano. Questo tema delle esternalità positive della nostra industria, delle qualità professionali che vengono messe in campo, delle responsabilità fiduciarie nel senso più ampio e significativo che volentieri esercitiamo per il nostro Paese, rappresenta la colonna portante di tutte le iniziative della nostra Associazione. Possiamo e voglio dire con salda certezza che per l'Italia, come per ciascun paese che persegue una crescita solida e sana, ciò che è bene per il risparmio gestito è bene per la nazione.

Il 2016 si è quindi chiuso brillantemente per le società di gestione e per l'Associazione, con molti progetti in corso di sviluppo e una intensa attività a supporto delle società associate di cui voglio rendere conto in termini specifici.

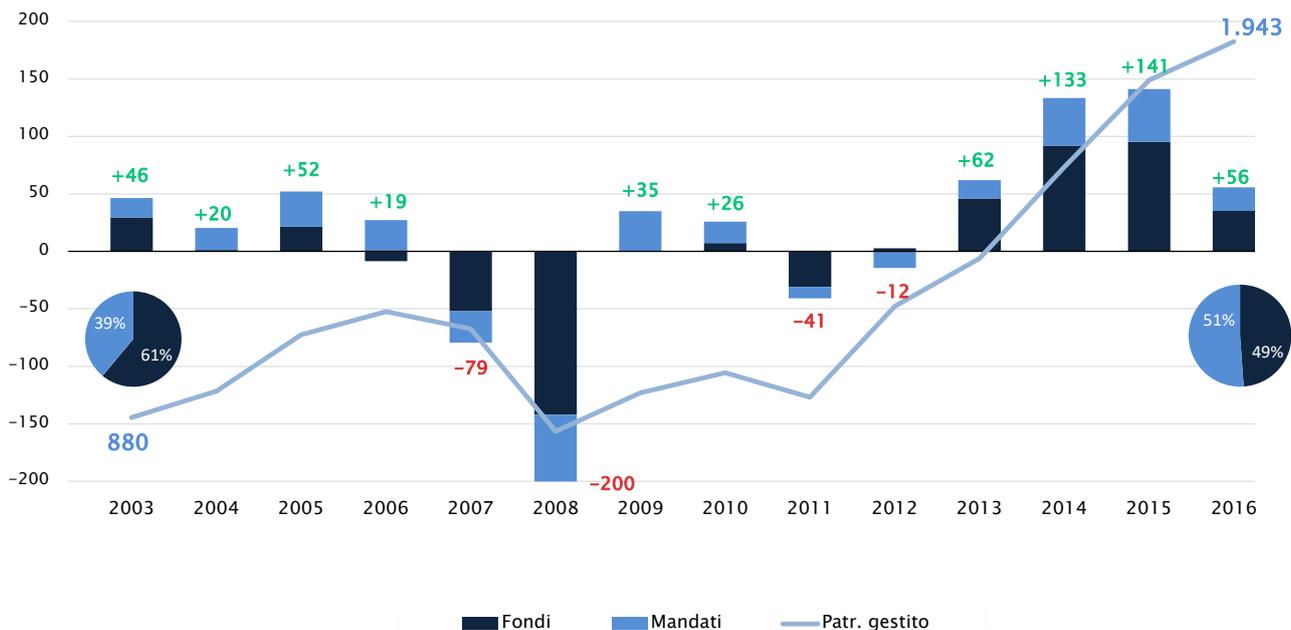


## 2. Quadro di mercato

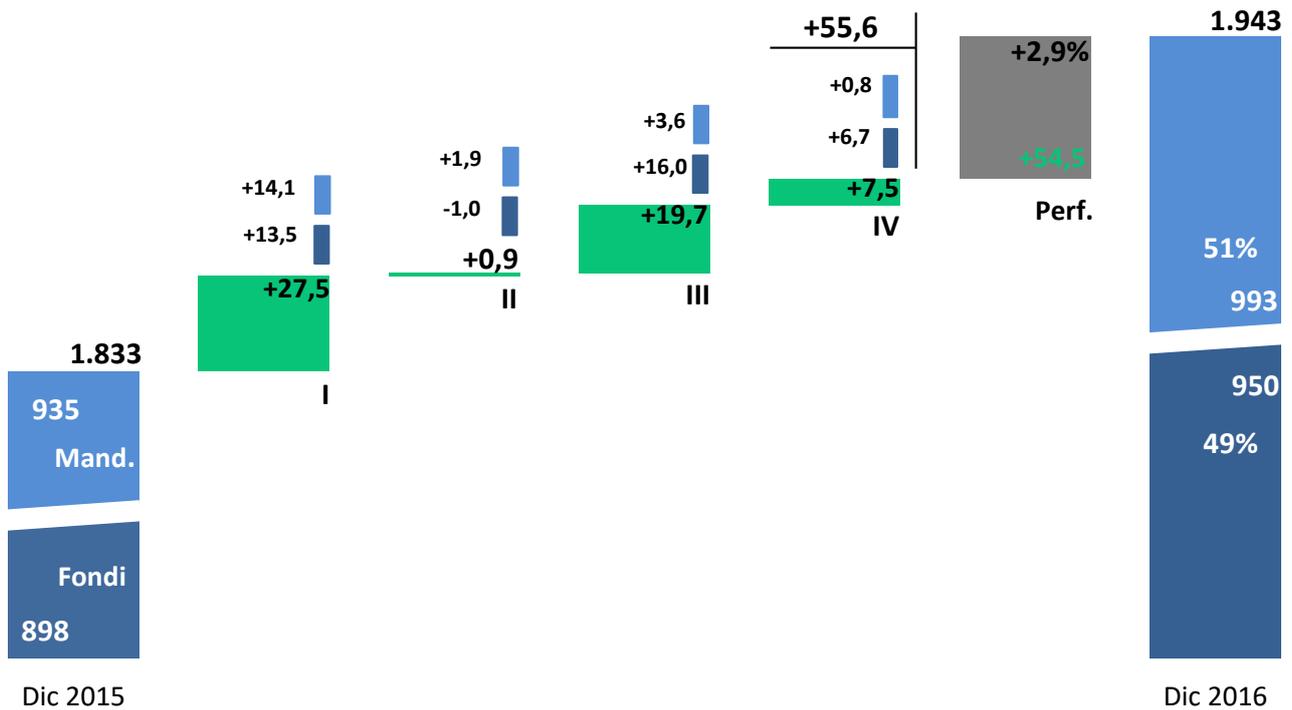
Nel 2016 la nostra industria ha messo a segno risultati di particolare rilievo. Nell'arco di dodici mesi la raccolta netta complessiva ha infatti raggiunto quota 56 miliardi di euro, in continuità con un cammino di forte ripresa iniziato alla fine del 2012.

In prospettiva storica lo sviluppo degli ultimi quattro anni (392 miliardi di raccolta tra fondi e gestioni) è paragonabile a quello verificatosi nella prima storica fase di *boom* dei fondi comuni (1996-1999, 366 miliardi). Il rilievo del successo di questi anni è accresciuto dalla circostanza che esso è stato raggiunto nonostante un contesto di mercato che, rispetto ad allora, appare più maturo, complesso e competitivo.

Il patrimonio gestito si è portato su valori mai toccati nel corso della più che trentennale storia del mercato italiano del risparmio gestito: alla fine del 2016 esso sfiorava, infatti, i 1.943 miliardi di euro, facendo segnare un incremento su base annua superiore al 6%.



**Figura 1.** Patrimonio gestito e raccolta (miliardi di euro) suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anni 2003-2016.



**Figura 2.** Patrimonio gestito, raccolta netta trimestrale (miliardi di euro) ed effetto *performance* suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anno 2016.

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

## 2.1 I fondi aperti

Come nel triennio 2013-2015, anche lo scorso anno il maggior contributo alla crescita dell'industria è venuto dai fondi aperti, con una raccolta di 34 miliardi di euro.

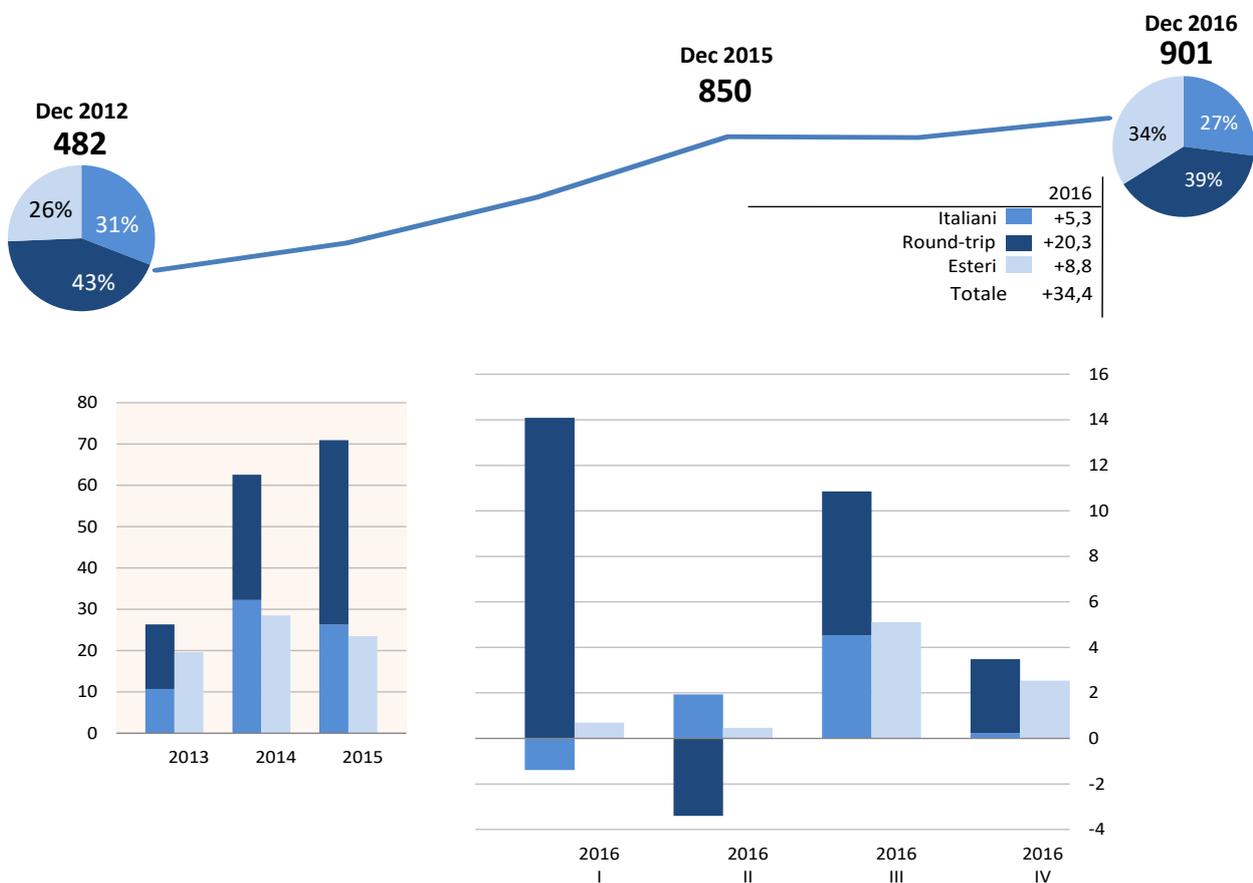
A fine anno il patrimonio complessivo dei fondi risulta pari a 901 miliardi di euro. Il 27% è rappresentato da prodotti istituiti in Italia, un altro 39% è appannaggio di fondi istituiti all'estero da parte di società di gestione facenti parte di gruppi italiani (c.d. fondi *round-trip*). Il rimanente 34% è rappresentato da fondi istituiti fuori dal nostro Paese da gruppi di gestione esteri.

Nel corso dell'anno la raccolta netta dei prodotti italiani si è attestata a 5,3 miliardi. Questo risultato è stato possibile, in particolare, grazie ai flussi di nuovo risparmio che i principali gruppi di gestione di matrice bancaria hanno saputo intercettare presso le famiglie. I fondi *round-trip*, nonostante una maggiore volatilità dei flussi,



hanno raccolto quasi quattro volte tanto (20 miliardi). I fondi promossi da gestori esteri hanno consolidato ulteriormente la propria presenza nel nostro mercato, raccogliendo circa 9 miliardi di euro, con flussi concentrati nella seconda parte dell'anno.

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

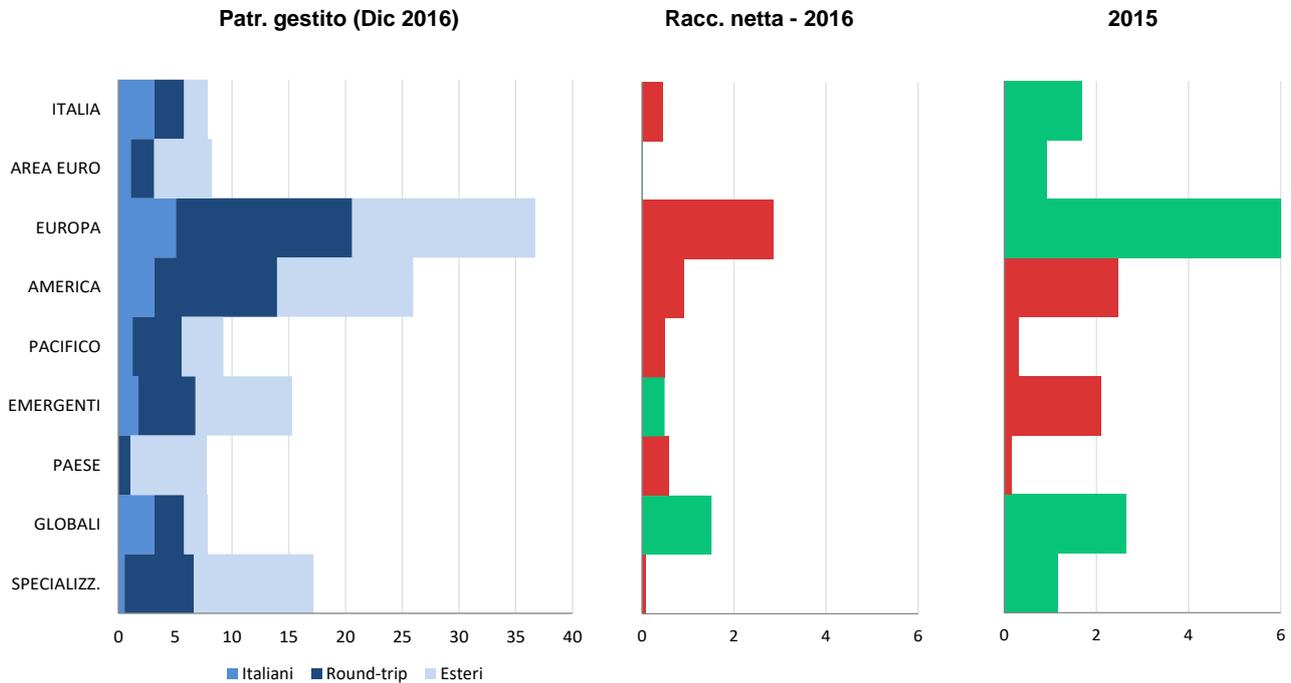


**Figura 3.** Fondi aperti: patrimonio gestito e raccolta per diritto del prodotto (miliardi di euro). Anni 2013-2016.

Analizzando i dati di raccolta per *asset class*, si può osservare come, in controtendenza con l'andamento generale, i fondi azionari non abbiano goduto, nel complesso, del favore dei risparmiatori. Valori positivi degni di nota sono infatti



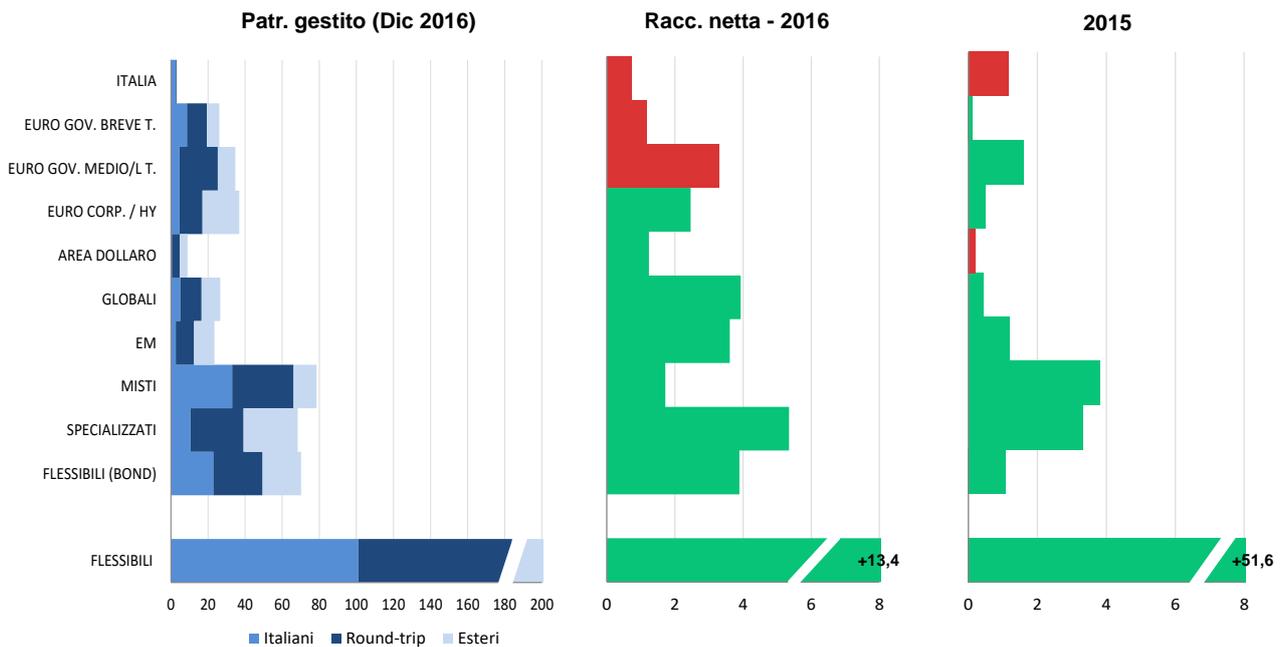
concentrati nelle sole categorie dei paesi emergenti e internazionali. I fondi bilanciati hanno fatto registrare valori di raccolta positivi (+4 miliardi).



**Figura 4:** Fondi aperti. Patrimonio e raccolta netta promossa (miliardi di euro) delle categorie dei fondi azionari degli anni 2015-2016.

Il comparto dei fondi obbligazionari ha registrato nel complesso una raccolta superiore ai 17 miliardi. I flussi, in particolare, si sono concentrati sia sui fondi ad elevata specializzazione (+5,3 miliardi) sia su quelli caratterizzati dall'ampiezza della delega (obbligazionari flessibili, +4 miliardi); senza tuttavia trascurare i fondi a vocazione internazionale (globali e paesi emergenti, +7,5 miliardi).

Anche nel 2016 si conferma il successo di formule di investimento che prevedono la possibilità di esporsi in maniera dinamica a una molteplicità di *asset class*, inclusa quella azionaria, e che si caratterizzano per la previsione di un orizzonte temporale predefinito. L'interesse dei risparmiatori verso queste proposte di investimento trova riscontro nel dato di raccolta delle categorie dei fondi flessibili (+13 miliardi).



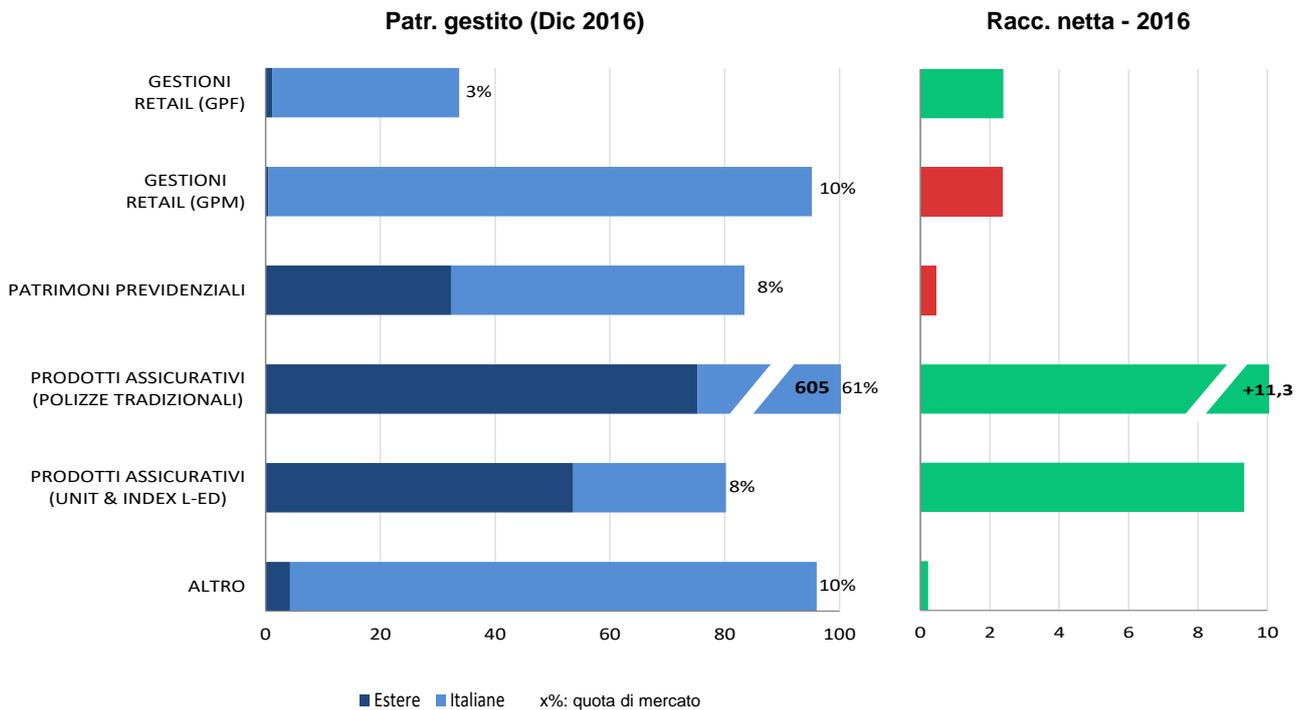
**Figura 5:** Fondi aperti. Patrimonio e raccolta netta promossa (miliardi di euro) delle categorie dei fondi obbligazionari e flessibili degli anni 2015-2016.

## 2.2 Le gestioni di portafoglio

L'incidenza dei mandati sul patrimonio complessivamente gestito dalla nostra industria si è progressivamente portata dal 40% della fine del 2003 al 51% della fine del 2016, equivalente a 993 miliardi di euro.

Nel mercato dei servizi di gestione di portafoglio, quelli dedicati alle compagnie di assicurazione rappresentano la parte più rilevante (69%). Nel complesso queste affidano alle SGR la gestione di attivi relativi a polizze tradizionali e *linked* per un ammontare di 685 miliardi.

I mandati conferiti dalle forme di previdenza ammontano a 83 miliardi di euro, pari all'8% del totale delle gestioni di portafoglio. Le dimensioni relativamente modeste di questo segmento sono da attribuire al noto insufficiente sviluppo del risparmio previdenziale nel nostro Paese.



**Figura 6.** Gestioni di portafoglio: patrimonio gestito a fine 2016 e raccolta per l’anno 2016, miliardi di euro.

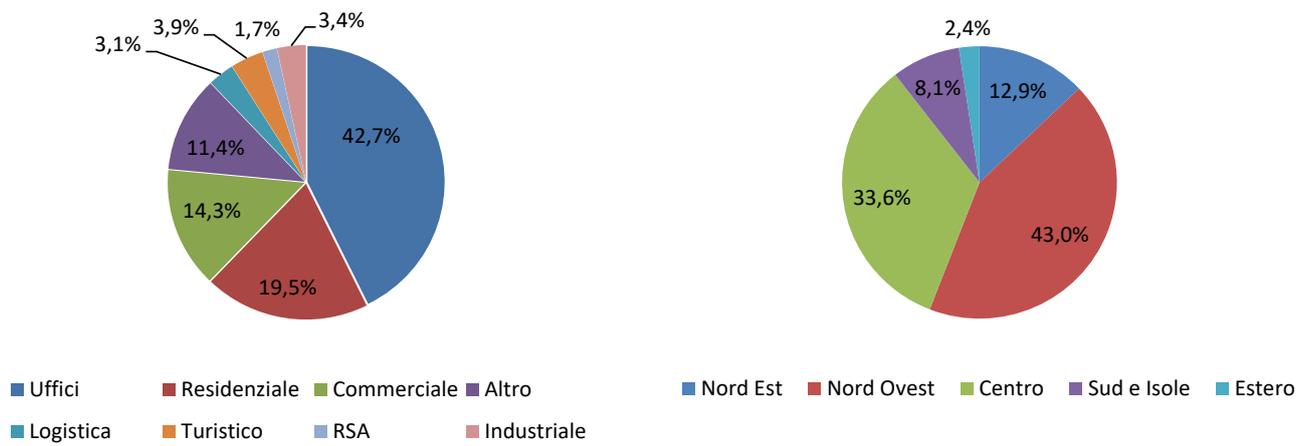
Il 13% delle gestioni di portafoglio, pari a quasi 130 miliardi di euro, è rappresentato da prodotti dedicati alla clientela *retail* (GPM e GPF). Si tratta in genere di investitori privati dotati di elevate disponibilità finanziarie e ai quali, proprio per questo, le società di gestione sono in grado di offrire soluzioni di gestione ad alto livello di personalizzazione.

### 2.3 I fondi chiusi immobiliari

A fine 2016 il totale delle attività dei fondi immobiliari censiti da Assogestioni è di 46 miliardi di euro, pari a poco più del 2% del totale del mercato del risparmio gestito. Questi prodotti sono caratterizzati dal frequente ricorso alla leva e l’indebitamento medio è pari al 23% dell’attivo.

Il comparto risulta dominato dai fondi riservati agli investitori istituzionali: si tratta di più di 260 prodotti che rappresentano il 90% delle attività complessive e che nella maggior parte dei casi sono stati costituiti mediante apporto.

Le attività dei fondi immobiliari sono rappresentate per la maggior parte da immobili detenuti *direttamente* e da diritti reali immobiliari (88% il dato medio). La ripartizione degli investimenti immobiliari per destinazione d’uso vede la prevalenza dei cespiti adibiti a uffici (43%) e di quelli residenziali (19%). La ripartizione per area geografica è caratterizzata dalla prevalenza di immobili localizzati nell’area del Nord Ovest (43%) e nel Centro Italia (34%).



**Figura 7:** Fondi immobiliari. Totale delle attività ripartite per destinazione d'uso e area geografica. Giugno 2016.



### 3. L'evoluzione del quadro normativo e fiscale

#### 3.1 Regolamentazione nazionale

##### 3.1.1 Recepimento della direttiva 2014/91/UE (UCITS V) e altre modifiche alla disciplina sulla gestione collettiva del risparmio

Il recepimento della direttiva UCITS V nel nostro Paese è stato avviato con il decreto legislativo n. 71 del 18 aprile 2016 e si completa, da un lato, con il Provvedimento della Banca d'Italia del 23 dicembre 2016, dall'altro, con l'emananda revisione dei Regolamenti congiunto ed Emittenti.

Nell'ambito dei lavori di recepimento della suddetta direttiva, l'Associazione si è concentrata in particolare su tre tematiche di rilievo: il superamento del regime dell'affidamento del calcolo del NAV; le modalità di calcolo delle provvigioni di incentivo; le politiche di remunerazione dei gestori di UCITS.

(i) Con riferimento al primo profilo, nonostante l'Associazione abbia provato a salvaguardare il modello nazionale dell'affidamento del calcolo del NAV al depositario, il decreto legislativo n. 71/2016 ha eliminato tale possibilità, essendo il modello dell'affidamento non più compatibile con le nuove norme comunitarie. Tuttavia, tenuto conto che il superamento del regime dell'affidamento esclude che il costo del calcolo del NAV possa essere ricondotto nel compenso da riconoscere al depositario, è stata accolta la richiesta dell'Associazione di introdurre nell'ambito del regime delle spese del fondo, una nuova voce relativa al costo del calcolo della quota, che dovrà essere avvalorata sia nel caso di svolgimento diretto da parte della SGR di tale attività sia di affidamento della stessa in *outsourcing*.

Con riferimento al calcolo della provvigione di incentivo, l'adozione del Provvedimento della Banca d'Italia è stata l'occasione per apportare taluni affinamenti alle modifiche introdotte nel Regolamento sulla gestione collettiva in sede di recepimento dell'AIFMD; in particolare: (i) come richiesto dall'Associazione, è stato specificato che la nuova previsione si riferisce a tutti i casi in cui si applica una provvigione di incentivo; (ii) sono state fornite indicazioni precise sulle modalità di calcolo delle provvigioni di incentivo al fine di rafforzare la tutela degli investitori nonché di favorire la confrontabilità dei costi.

Per quanto riguarda le politiche di remunerazione dei gestori di UCITS, l'Associazione si è soffermata sui seguenti profili: (i) la corretta identificazione del "personale più rilevante"; (ii) l'applicazione del principio di proporzionalità nei confronti del personale rilevante; (iii) la remunerazione in strumenti finanziari; (iv) l'applicazione delle regole quantitative di maggior dettaglio alla remunerazione variabile dei gestori "intersettoriali" e del personale addetto alle gestioni individuali; (v) la disciplina applicabile ai gestori appartenenti a gruppi.

Proprio in materia di SGR appartenenti a gruppi bancari, l'Assogestioni ha continuato a ribadire come l'applicazione dei principi e delle regole previste per il "personale più rilevante" del gruppo, tra cui il limite del 100% (200%) al rapporto variabile/fisso per l'intera remunerazione percepita, si traduca in una evidente disparità di trattamento, sia tra gestori appartenenti a gruppi e gestori cc.dd.



“monadi”, sia, al contempo, tra i diversi gestori eterogestiti appartenenti a diversi Stati membri.

Inoltre, trattandosi di profilo di estrema rilevanza per la competitività del settore del risparmio gestito, l’Associazione ha evidenziato alla Banca d’Italia che anche la BaFin, sulla scia di quanto già deciso sia dall’Autorità di vigilanza inglese (FCA) sia dall’Autorità di vigilanza francese (AMF), ha ritenuto opportuno escludere l’estensione degli Orientamenti EBA ai gestori che appartengono a gruppi bancari, in attesa della prossima revisione da parte della Commissione europea della disciplina sulle politiche di remunerazione ai sensi della CRD IV. Di qui, dunque, l’Associazione ha ribadito la necessità che anche la Banca d’Italia prenda in opportuna considerazione la possibilità di allinearsi alle scelte effettuate dai citati regolatori europei, rivedendo, fin da subito, le proprie disposizioni di vigilanza.

Interventi ulteriori sono stati apportati in tema di attività di assunzione di partecipazioni della SGR, come auspicato dall’Associazione, al fine di superare le criticità legate alla capienza dei requisiti patrimoniali richiesti per le SGR appartenenti a gruppi in presenza di partecipazioni rilevanti.

### *3.1.2 Recepimento della direttiva 2013/50/UE (Transparency)*

La Delibera Consob n. 19614 del 26 maggio 2016, ha apportato al Regolamento Emittenti modifiche (i) volte a “completare” il recepimento della Direttiva 2013/50/UE (*Transparency*); (ii) conseguenti al Regolamento delegato (UE) 2016/301 che integra la direttiva 2003/71/CE (Prospetto). In materia di assetti proprietari, la Delibera, in attuazione della c.d. nuova *Transparency*, ha ridefinito i cc.dd. “*basket*” e le soglie per la notifica delle partecipazioni rilevanti. In tale contesto, l’Associazione ha espresso pieno supporto alla proposta della Consob di confermare l’esenzione prevista all’art. 119-*bis*, comma 7 del Regolamento Emittenti per quanto riguarda le società di gestione e i soggetti abilitati europei ed extra-europei che esclude dagli obblighi di notifica l’acquisizione di partecipazioni superiori al 3% e inferiori al 5% nelle società diverse dalle PMI. La Delibera è intervenuta anche in materia di tempistiche relative agli obblighi di notifica nonché relativamente ai modelli da utilizzare e alle modalità di trasmissione delle comunicazioni. Sul tema l’Associazione ha fornito, nell’ambito di una apposita circolare, alcuni chiarimenti interpretativi al fine di agevolare le Società nell’applicazione della nuova disciplina.

### *3.1.3 Recepimento della direttiva MiFID II*

Lo scorso maggio 2016, il Ministero dell’Economia e delle Finanze, ai fini della predisposizione dello schema di decreto legislativo di recepimento della Direttiva 2014/65/UE (“MiFID II”) e di applicazione del Regolamento (UE) n. 600/2014 (“MiFIR”) e del Regolamento (UE) n. 909/2014 (“CSDR”) ha posto in consultazione le modifiche da apportare al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (“TUF”). In particolare, il lavoro di recepimento della MiFID II e di adeguamento al MiFIR ha comportato la



rivisitazione integrale delle disposizioni contenute nella Parte III del TUF. Le modifiche oggetto di consultazione hanno altresì l'obiettivo di razionalizzare il dettato normativo.

L'Associazione nel rispondere alla consultazione oltre a soffermarsi su alcuni profili di carattere sistematico, non ha condiviso la scelta del MEF di eliminare la previsione di una regolamentazione secondaria elaborata congiuntamente da Banca d'Italia e Consob in tema di organizzazione e procedure interne dei soggetti abilitati. Assogestioni ha sempre riconosciuto, infatti, l'estrema utilità di una regolamentazione congiunta delle Autorità di vigilanza, in grado di evitare ogni duplicazione, anche, ma non solo, di costi a carico degli intermediari. La scelta di ripartire le competenze regolamentari tra le due Autorità nelle suddette materie rischia di costituire un'involuzione rispetto al quadro vigente, che richiederebbe quantomeno di essere motivata in un documento di consultazione.

#### *3.1.4 Adeguamento della normativa nazionale al Regolamento PRIIPs*

Il decreto legislativo n. 224 del 14 novembre 2016 reca le disposizioni volte ad adeguare la normativa nazionale al Regolamento (UE) n. 1286/2014 (c.d. regolamento PRIIPs). Il Decreto è entrato in vigore lo scorso 13 dicembre. Al fine di evitare disallineamenti temporali tra la normativa nazionale e quella europea, le disposizioni in esso contenute si applicheranno a decorrere dalla medesima data di applicazione del Regolamento europeo. L'Associazione oltre a monitorare l'adeguamento della disciplina nazionale di primo livello al Regolamento PRIIPs sta altresì monitorando le questioni interpretative da sottoporre alla Consob in sede di modifica della disciplina secondaria di competenza dell'Autorità.

#### *3.1.5 Attuazione della Market Abuse Regulation*

Al fine di soddisfare l'esigenza di ricostruire il quadro normativo effettivamente applicabile, tenuto conto, altresì, dell'immediata cogenza delle disposizioni europee, le quali non richiedono un'attività di recepimento e/o trasposizione, la Consob, con il documento di consultazione concernente le proposte di modifica ai Regolamenti emittenti e mercati, nonché al Regolamento in materia di operazioni con parti correlate, ha proceduto all'individuazione e alla proposta di abrogazione di quelle norme presenti nella disciplina regolamentare nazionale che risultino contrastanti con l'impianto del Regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di abusi di mercato, oltre che a una necessaria attività di coordinamento delle ulteriori disposizioni.

In tale contesto la Consob ha organizzato, altresì, un *Open hearing*, cui anche l'Associazione ha partecipato evidenziando talune criticità.

In particolare, l'Associazione si è soffermata sui seguenti profili: (i) la comunicazione delle operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, controllo e direzione; (ii) l'attivazione e aggiornamento del registro degli *insiders*; (iii) la segnalazione delle operazioni sospette; (iv) il



monitoraggio delle operazioni su strumenti finanziari negoziati su mercati OTC; (v) la pubblicazione delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive per gli OICR ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati (seppur non strettamente inerente all'oggetto della consultazione).

Con la Comunicazione n. 0110351 del 14 dicembre 2016, la Consob ha reso noto di aver comunicato all'ESMA la decisione di conformarsi agli "Orientamenti concernenti persone che ricevono sondaggi di mercato". Gli Orientamenti ESMA si applicano dal 10 gennaio 2017. In particolare, i predetti Orientamenti, emanati ai sensi dell'art. 11 del MAR, sono volti a garantire un approccio comune, uniforme e coerente in relazione ai requisiti ai quali sono soggetti le persone che ricevono i sondaggi di mercati e in particolare: (i) con riguardo ai fattori che tali persone devono prendere in considerazione quando le informazioni sono loro comunicate nell'ambito di un sondaggio di mercato, al fine di poter valutare se tali informazioni si configurano come privilegiate; (ii) alle misure che tali persone devono adottare se sono state loro comunicate informazioni privilegiate nonché (iii) alle registrazioni che le stesse devono custodire per dimostrare di essersi conformate alle previsioni MAR. Gli Orientamenti ESMA recepiscono, tra l'altro, importanti istanze sollevate dall'Associazione in sede di consultazione.

### 3.1.6 Bail-in

La Banca d'Italia, rispondendo a taluni quesiti inviati dall'Associazione in tema di applicabilità del *bail-in* alle disponibilità affidate da una SGR a una banca in risoluzione, ha condiviso gran parte delle considerazioni rappresentate dall'Associazione nella lettera inviata all'Istituto nel marzo 2016.

La Banca d'Italia ha anzitutto concordato con l'Assogestioni nel ritenere che le passività aventi ad oggetto le risorse liquide di un fondo comune di investimento (OICVM o FIA), affidate a un depositario sottoposto a risoluzione, non possano essere assoggettate a *bail in*. Questa conclusione si applica, ad avviso della Banca d'Italia e, in linea con la posizione dell'Assogestioni, a tutte le disponibilità liquide del fondo comune di investimento che si trovino presso il depositario, a prescindere dalla finalità per le quali esse sono detenute (inclusa, dunque, la liquidità funzionale all'investimento in depositi e alla costituzione di garanzie di denaro eventualmente non depositata presso soggetti terzi, come consentito dalla normativa vigente).

Ad avviso della Banca d'Italia e, diversamente da quanto sostenuto dall'Associazione, la medesima conclusione non è tuttavia suscettibile di essere estesa al caso delle disponibilità liquide di SICAV e SICAF affidate a un depositario posto in risoluzione, né alle passività relative alle disponibilità liquide degli OICR che possono essere affidate a soggetti diversi dal depositario (es. la liquidità degli OICVM funzionale all'investimento in depositi e alla costituzione di garanzie in denaro o la liquidità dei FIA) in caso di risoluzione di questi soggetti, né alle risorse liquide dei fondi pensione depositate presso un depositario in risoluzione. E ciò poiché, ad avviso della Banca d'Italia, in questi casi la legge non prevede una protezione in sede concorsuale per le disponibilità liquide, né le disposizioni che



sanciscono l'autonomia patrimoniale a beneficio dei fondi comuni di investimento possono essere suscettibili di applicazione analogica in ragione del loro carattere eccezionale.

Nella consapevolezza delle disparità riscontrate nella normativa fra fondi di investimento, da un lato, e SICAV, SICAF e fondi pensione dall'altro, l'Autorità ha tuttavia invitato ad intraprendere iniziative legislative nelle opportune sedi, nel rispetto dell'ordinamento europeo. E su questo l'Assogestioni si sta già muovendo.

La Banca d'Italia ha altresì concordato con l'Assogestioni sulla inapplicabilità del *bail-in* alle disponibilità liquide consegnate dalla clientela ad una SGR nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli e depositate presso una banca, poi assoggettata a risoluzione, sulla base della considerazione che l'ordinamento prevede tutele differenziate per le disponibilità della clientela detenute dai soggetti abilitati, distinguendo, da un lato, le banche e, dall'altro, gli altri soggetti.

### *3.1.7 Arbitro per le controversie finanziarie*

Con Delibera n. 19602 del 4 maggio 2016, la Consob ha istituito l'Arbitro per le controversie finanziarie. La Delibera e l'annesso Regolamento sono entrati in vigore lo scorso 3 giugno. Gli intermediari, rientranti nell'ambito di applicazione della disciplina, sono stati chiamati ad aderire all'Arbitro entro due mesi da tale data tramite le associazioni di categoria cui gli stessi sono iscritti. Per le società iscritte ad Assogestioni è stata dunque l'Associazione a comunicare l'adesione degli intermediari ad essa partecipanti.

La Consob ha altresì invitato l'Associazione a designare un membro effettivo e due membri supplenti dell'Arbitro. Su indicazione degli intermediari è stato nominato quale membro effettivo del collegio il Professore Giuseppe Guizzi.

Successivamente, con la delibera n. 19783 del 23 novembre 2016, la Consob ha previsto che l'intermediario, qualora si avvalga di un'associazione di categoria (o di un soggetto da questa delegato), debba trasmettere la memoria difensiva con i documenti nel termine di trenta giorni all'associazione medesima (o al soggetto da essa delegato), che a sua volta dispone di un ulteriore termine di quindici giorni dalla ricezione per la trasmissione all'Arbitro. Al fine di consentire alle Associate interessate di avvalersi del suddetto meccanismo di trasmissione degli atti all'ACF, gli Uffici dell'Assogestioni, d'accordo anche con gli Uffici dell'Assoreti e dell'Assosim, hanno ritenuto che la soluzione più efficiente fosse quella di fornire un'apposita delega al Conciliatore Bancario e Finanziario, in considerazione dell'esperienza acquisita da quest'ultimo nel settore delle controversie dinanzi all'Arbitro Bancario e Finanziario (ABF), nonché nella pregressa gestione delle controversie proposte dinanzi all'Ombudsman-Giurì Bancario.



### *3.1.8 Raccomandazione Consob sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale*

Con la Comunicazione n. 0092492 del 18 ottobre 2016 la Consob raccomanda agli intermediari di avvalersi di una sede multilaterale di negoziazione (mercato regolamentato o MTF) ai fini della distribuzione diretta di strumenti finanziari, essendo tale modalità maggiormente idonea ad assicurare alle negoziazioni, già in fase di mercato primario, livelli di trasparenza ed efficienza in termini di formazione dei prezzi, costi e tempi di conclusione delle operazioni. La Comunicazione si rivolge ai soggetti abilitati di cui all'art. 1 comma 1, lett. r) del TUF e dunque, tra questi, alle SGR, alle società di gestione UE con succursale in Italia, ai GEFIA non UE autorizzati in Italia, ai GEFIA non UE autorizzati in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia con succursale in Italia autorizzati all'esercizio dei servizi o delle attività di investimenti. Da un punto di vista oggettivo, sebbene la Comunicazione preveda una nozione ampia di strumenti finanziari, includendovi sia quelli rappresentativi che quelli non rappresentativi del capitale di rischio, è stata accolta la richiesta dell'Associazione di escludere gli UCITS, in ragione della trasparenza e dell'efficienza delle condizioni di prezzo del prodotto, richieste dalla relativa disciplina, nonché dalla liquidabilità dell'investimento assicurata dalla facoltà di riscatto.

### *3.1.9 Lavori di attuazione degli Orientamenti ESMA in materia di valutazione delle conoscenze e competenze delle persone fisiche che, per conto dell'intermediario, forniscono ai clienti consulenza in materia di investimenti*

Nel quadro della disciplina MiFID II, la Consob ha pubblicato il documento di consultazione concernente l'attuazione degli Orientamenti ESMA in materia di valutazione delle conoscenze e competenze delle persone fisiche che, per conto dell'intermediario, forniscono ai clienti consulenza in materia di investimenti ovvero informazioni circa gli strumenti finanziari e i servizi offerti. E infatti, a partire dalla data di applicazione degli Orientamenti (ossia dal 3 gennaio 2018), tutto il personale coinvolto nella prestazione dei servizi "pertinenti", sia esso già operativo o di nuova assunzione, dovrà possedere determinati requisiti in termini di "qualifica idonea" ed "esperienza adeguata" ovvero dovrà operare "sotto supervisione" fino al raggiungimento dei medesimi. La finalità della consultazione è stata quella di acquisire elementi di analisi degli aspetti che la Consob dovrà definire a livello nazionale al fine di conformarsi agli Orientamenti.

Nella propria risposta alla consultazione, l'Associazione ha sottolineato, peraltro, l'esigenza di: (i) meglio definire l'ambito applicativo della suddetta disciplina al fine di chiarire, peraltro, se la stessa si applichi anche ai gestori di OICVM e di FIA ove gli stessi prestino il servizio di consulenza o forniscano informazioni su strumenti finanziari e servizi offerti; (ii) consentire alle SGR di svolgere un ruolo attivo nell'erogazione dei corsi di formazione, tenuto conto della valenza strategica dell'attività di formazione delle SGR nei confronti dei collocatori dei propri fondi e al fine di evitare la creazione di un *unlevel playing field* tra la distribuzione dei prodotti assicurativi e quella di quote o azioni di OICR.



### 3.1.10 Processo di recepimento della IV direttiva antiriciclaggio

Nel mese di dicembre 2016, il Ministero dell'economia e delle finanze (MEF) ha sottoposto a pubblica consultazione lo schema di decreto legislativo per il recepimento della direttiva (UE) 2015/849 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 maggio 2015 relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo (IV direttiva antiriciclaggio).

Uno degli elementi di maggiore interesse contenuto nella IV direttiva antiriciclaggio è senza dubbio rappresentato dal rafforzamento del principio dell'approccio basato sul rischio (*risk based approach*), conformemente a quanto previsto dalle Raccomandazioni del GAFI del 2012.

Il principio dell'approccio basato sul rischio può essere considerato come l'architrave sul quale poggia l'intera disciplina di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, con l'applicazione del quale il legislatore europeo intende indirizzare il comportamento dei soggetti obbligati al fine di contrastare fenomeni criminali caratterizzati da una rilevante mutevolezza e pervasività.

Le SGR, in qualità di protagoniste del sistema finanziario, saranno pertanto chiamate in modo ancor più significativo a svolgere un ruolo di primaria importanza per identificare, valutare, comprendere ed assumere misure per mitigare il rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo.

Nonostante il settore del risparmio gestito sia ben consapevole dei rischi connessi al fenomeno del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo e sia disponibile a fornire il proprio contributo alla prevenzione di tali fenomeni criminali, la Assogestioni ha inviato al MEF le proprie osservazioni in merito allo schema di decreto sottolineando, ancora una volta, la necessità di tenere in considerazione le caratteristiche delle attività svolte dalle SGR, al fine di consentire un utilizzo efficiente delle risorse nella predisposizione dei presidi richiesti dalla normativa.

A tale proposito, appare opportuno ricordare come il MEF abbia provveduto, anche sulla base delle richieste più volte avanzate dall'Associazione, ad eliminare dallo schema di decreto tutti i riferimenti connessi all'obbligo di istituzione e tenuta dell'Archivio Unico informatico (AUI), ponendo in tal modo le basi per una semplificazione dell'attività di conservazione dei dati e delle informazioni, al pari di quanto previsto negli altri Paesi europei.

Sempre con riferimento al processo di recepimento della IV direttiva antiriciclaggio, le ESAs, le tre Autorità di vigilanza europee, hanno posto in consultazione, tra l'altro, le linee guida sui fattori di rischio da prendere in considerazione e sulle misure da adottare in situazioni in cui siano opportune misure semplificate o rafforzate di adeguata verifica della clientela.

La Assogestioni, in proprio e tramite l'EFAMA, ha fornito il proprio contributo evidenziando le specificità che caratterizzano l'operatività dell'industria del risparmio gestito, sostenendo, in particolare, l'importanza di un'applicazione



coerente ed efficace dell'approccio basato sul rischio, sia da parte dei soggetti obbligati sia da parte delle Autorità nell'ambito dell'attività di vigilanza.

Oltre a ciò si è voluta evidenziare la necessità di tener conto dei differenti modelli distributivi utilizzati dagli operatori del risparmio gestito per il collocamento delle quote/azioni dei fondi gestiti: questo dovrebbe tradursi nell'eliminazione della duplicazione degli obblighi di adeguata verifica della clientela e registrazione delle operazioni, nelle ipotesi in cui un medesimo investitore sia allo stesso tempo cliente di più intermediari, tutti parimenti soggetti agli obblighi antiriciclaggio. Pertanto, nell'ipotesi in cui la SGR affidi la distribuzione dei propri prodotti ad un intermediario parimenti soggetto agli adempimenti antiriciclaggio (esecuzione da parte di terzi), cliente della SGR andrebbe considerato l'intermediario stesso, e non già il cliente finale.

### *3.1.11 FIA immobiliari: consultazione sui resoconti intermedi di gestione*

Nel corso del 2016 la Assogestioni ha, tra l'altro, preso parte a diverse consultazioni avviate dalla Consob per le modifiche al Regolamento Emittenti. Tra queste si evidenzia quella con la quale si è valutata l'opportunità di eliminare l'obbligo di pubblicazione dei resoconti intermedi di gestione per gli emittenti quotati avente l'Italia come Stato membro d'origine.

In particolare, nelle diverse fasi della consultazione, l'Associazione ha inviato ai competenti uffici della Consob le proprie osservazioni anche al fine di rappresentare le esigenze dei FIA immobiliari. A tal proposito, è stata sottolineata l'importanza di lasciare alle SGR immobiliari la scelta di decidere, su base volontaria, se pubblicare o meno le informazioni finanziarie periodiche, aggiuntive rispetto a quelle già contenute nelle relazioni finanziarie annuali e semestrali.

Anche in tale contesto giova ricordare come, grazie al contributo dell'Associazione, la Consob abbia eliminato l'obbligo di pubblicazione dei resoconti intermedi, limitandosi a definire principi e criteri applicativi che gli emittenti (tra i quali sono ricompresi anche i FIA immobiliari) sono tenuti a rispettare qualora decidano di pubblicare informazioni periodiche aggiuntive.



## 3.2 Regolamentazione europea e internazionale

### 3.2.1 MiFID II/MiFIR

Il Regolamento (UE) 2016/1033 e la Direttiva 2016/1034/UE, entrambi datati 23 giugno 2016, hanno rinviato di un anno l'entrata in vigore e il termine di trasposizione nei singoli ordinamenti nazionali del Regolamento (UE) 600/2014 (MiFIR) e della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II). In forza di questi provvedimenti, pertanto, il nuovo termine di trasposizione è stato fissato al 3 luglio 2017, mentre l'entrata in vigore è prevista per il 3 gennaio 2018. La scelta, dettata dalla necessità di fornire più tempo per la predisposizione delle disposizioni delegate ha consentito di continuare nel corso del 2016 la definizione dei provvedimenti attuativi di livello 2, così come di iniziare ad elaborare misure di livello 3 da parte di ESMA.

Per quanto riguarda le misure attuative, di particolare interesse sono il Regolamento delegato della Commissione del 25 aprile 2016 che integra MiFID II per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini della direttiva (Regolamento delegato) nonché la Direttiva delegata della Commissione del 7 aprile 2016 che integra MiFID II per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di *governance* dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o la ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari (Direttiva MiFID II di livello 2). Per entrambi i provvedimenti si è in attesa della pubblicazione dei testi nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea.

L'Associazione ha monitorato, anche partecipando ai tavoli di lavoro EFAMA, i lavori di definizione delle misure di livello 2 della disciplina MiFID. Al contempo l'Associazione sta anche partecipando attivamente alla definizione delle misure di livello 3 in fase di definizione da parte dell'ESMA. E ciò in particolare con riferimento a tre profili: (i) *product governance*, (ii) trasparenza sui costi e oneri; (iii) incentivi, con particolare *focus*, sul pagamento dei servizi di ricerca.

Per quanto concerne le misure di terzo livello, l'Associazione ha seguito le consultazioni e le problematiche implementative relative alla linee guida per il *transaction reporting* e l'eventuale impatto sull'operatività delle SGR.

#### *Product governance*

L'introduzione della *product governance* risponde all'esigenza di assicurare, sin dalla fase di ideazione del prodotto e nella successiva attività di distribuzione, la coerenza rispetto ai bisogni e alle esigenze finanziarie della clientela *target*. L'applicazione di tale disciplina dovrebbe dunque consentire una "prevenzione" dei fenomeni di *mis-selling* e dei relativi danni per il cliente.

Alla luce delle disposizioni della Direttiva MiFID II di livello 2 e dei lavori di ESMA di preparazione delle misure di livello 3 permangono delle rilevanti questioni aperte sulle quali l'Associazione sta lavorando tanto a livello europeo quanto a livello nazionale.



In primo luogo, l'Associazione ha sottolineato l'esigenza di standardizzare l'identificazione del *target market* di UCITS e FIA: solamente adottando un linguaggio comune tra produttori, infatti, sarà possibile non solo semplificare il rapporto tra produttori e distributori, ma anche salvaguardare i modelli distributivi basati sull'architettura aperta; in alternativa i distributori dovrebbero utilizzare *target market* individuati in maniera molto diversa dai singoli produttori.

In secondo luogo l'Associazione si è soffermata sul tema legato all'approccio di portafoglio, tenuto conto che la proposta dell'ESMA limita, di fatto, questa modalità distributiva. Al fine di salvaguardare l'approccio di portafoglio, senza al contempo svuotare di contenuto la disciplina sul *target market*, l'Associazione ha proposto all'ESMA di considerare nel *target market* del produttore l'indicazione della modalità di utilizzo dello strumento, cioè se lo strumento sia adatto per essere venduto singolarmente e/o come componente di un portafoglio di investimento. In questo ultimo caso, il distributore non dovrebbe prendere in considerazione la tolleranza al rischio e l'orizzonte temporale del singolo prodotto, ma dovrebbe analizzarli in correlazione con quelli già presenti nel portafoglio del cliente.

Altro argomento affine e centrale nella prospettiva delle SGR è dato dalla qualificazione del servizio di gestione individuale di portafogli. Nella prospettiva dell'Esma questa è una forma di "distribuzione del prodotto". Secondo questa ricostruzione il gestore individuale dovrebbe tenere conto dei *target market* dei singoli strumenti. Sul punto l'Associazione ha sottolineato come questa impostazione sia in netto contrasto con l'essenza stessa della gestione individuale ove le scelte di investimento sono effettuate, per conto del cliente, da un intermediario dotato di competenze specifiche e chiamato ad assicurare una compiuta valutazione nel continuo, nell'interesse del cliente medesimo. In tal caso, ad avviso dell'Associazione, le regole di *product governance* dovrebbero applicarsi al servizio di gestione e non ai singoli strumenti inseriti nella gestione offerta al cliente.

### *Trasparenza su costi e oneri dei fondi*

Altro tema particolarmente rilevante per le società di gestione è quello rappresentato dalla disciplina sulla trasparenza dei costi e oneri, che intendo trattare più diffusamente nella mia parte conclusiva.

### *Ricerca in materia di investimenti*

Con la MiFID II il legislatore europeo ha dettato nuove puntuali disposizioni in tema di ricerca in materia di investimenti, nell'ambito della più generale disciplina sugli *inducements*.

Le nuove regole europee, contenute nella Direttiva MiFID II di livello 2, sono in larga parte conformi alla disciplina già prevista a livello nazionale a seguito del recepimento di MiFID I. Tuttavia permangono taluni profili di differenziazione, specialmente con riferimento alle modalità tecniche di attuazione del principio



dell'*unbundling*, che nella impostazione di MiFID II si concretizza nella predisposizione di un conto di pagamento della ricerca finanziato con uno specifico onere per la ricerca posto a carico degli investitori.

L'Associazione sta predisponendo un *position paper* da sottoporre all'attenzione delle Autorità di vigilanza, al fine di anticipare le questioni interpretative e applicative che la nuova disciplina pone, garantendo, al contempo, che in sede di trasposizione della disciplina europea nel contesto nazionale siano preservate le specificità dell'industria del risparmio gestito.

### 3.2.2 Regolamento (UE) n. 1286/2014 (PRIIPs)

Il Regolamento (UE) 1286/2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs) sarebbe dovuto entrare in vigore dal 1° gennaio 2017, tuttavia, nel corso del 2016 si sono registrate delle battute di arresto nella definizione delle disposizioni attuative e pertanto anche in questo caso è intervenuto un provvedimento (il Regolamento (UE) 2340/2016 del 14 dicembre 2016) che ha rinviato di un anno l'entrata in vigore della disciplina.

In particolare, il 14 settembre 2016 il Parlamento europeo ha rigettato la proposta di Regolamento delegato della Commissione del 30 giugno 2016 che integra il Regolamento PRIIPs stabilendo norme tecniche di regolamentazione per quanto riguarda la presentazione, il contenuto, il riesame e la revisione dei documenti contenenti le informazioni chiave e le condizioni per adempiere l'obbligo di fornire tali documenti.

Il Parlamento ha rigettato la proposta, sollevando specifiche critiche alla disciplina attuativa, *inter alia*, aventi ad oggetto: la metodologia di calcolo degli scenari di *performance*; il trattamento dei prodotti che consentono opzioni multiple; gli *alert* di comprensibilità per i prodotti ritenuti complessi.

A seguito del rigetto la Commissione ha nuovamente coinvolto le ESAs nella modifica dei *regulatory technical standards*, tuttavia le stesse non hanno raggiunto un accordo su tutti i punti oggetto di modifica. La Commissione l'8 marzo scorso ha pubblicato la nuova versione delle norme tecniche. Queste saranno ora sottoposte al vaglio del Parlamento europeo e del Consiglio per l'approvazione definitiva.

L'Associazione ha monitorato attivamente il suddetto processo legislativo europeo, sia partecipando ai lavori EFAMA sia a livello nazionale inviando apposite lettere al MEF e alla Consob volte ad evidenziare talune criticità della disciplina secondaria in via di definizione. I principali profili di attenzione riguardano: (i) il regime applicabile nel caso in cui un organismo di investimento collettivo che produce uno UCITS KIID costituisca, in particolare, l'oggetto di un'opzione d'investimento (MOP); (ii) la rappresentazione degli scenari di rendimento, (iii) gli *alerts* di comprensibilità, (iv) la metrica per la stima dei costi di transazione.



### *3.2.3 Revisione della CRD IV: disciplina sulle politiche e prassi di remunerazione delle SGR appartenenti a gruppi bancari e requisiti patrimoniali per le SGR che prestano servizi d'investimento*

L'Associazione sta attivamente monitorando, anche attraverso l'EFAMA, il processo di revisione di CRR/CRD IV al fine di introdurre una previsione volta a chiarire che nel caso di società di gestione facenti parte di un gruppo bancario debbano trovare unicamente applicazione le norme speciali contenute in UCITS V e AIFMD.

Si segnala inoltre, che nel corso del 2016 si è dato avvio ai lavori per la predisposizione di una disciplina sui requisiti prudenziali specificamente ideata per le imprese di investimento. In tale contesto lo scorso novembre, facendo seguito alla richiesta di consulenza formulata dalla Commissione europea nel giugno del 2016, l'EBA ha pubblicato un *discussion paper*. L'Associazione ha seguito a livello europeo questi sviluppi e in tale contesto ha contribuito alla risposta inviata dall'EFAMA all'EBA nell'ambito della consultazione.

### *3.2.4 Proposta di regolamento sui fondi di mercato monetario*

Il 14 novembre scorso è stato raggiunto l'accordo tra la Commissione europea, il Parlamento e il Consiglio sul testo del regolamento sui *Money market funds*. Il regolamento stabilisce norme uniformi in tema di autorizzazione, investimenti ammissibili, composizione del portafoglio, valutazione interna della qualità del credito, regole di valutazione, trasparenza, rendicontazione, nonché gestione del rischio di liquidità. Il regolamento prevede tre diverse tipologie di fondi: con NAV variabile, con NAV costante e con NAV poco volatile. Si applicherà a tutti i fondi di mercato monetario (OICVM e FIA) stabiliti, gestiti o commercializzati nell'Unione europea. Entrerà in vigore il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea (prevista nel secondo trimestre di quest'anno) e sarà applicabile trascorsi dodici mesi dalla sua entrata in vigore per i nuovi fondi; sono invece previsti diciotto mesi dalla sua entrata in vigore per i fondi già esistenti.

Le disposizioni attuative previste dal regolamento, tra cui quelle di maggiore dettaglio in tema di valutazione della qualità del credito, scenari di *stress test* e segnalazioni verso le Autorità competenti saranno definite nel corso dell'anno.

In questo contesto l'Associazione, nel contribuire ai lavori in ambito EFAMA, ha reso evidente alle autorità nazionali competenti la necessità di riconoscere un regime speciale per la qualità creditizia degli investimenti in titoli di stato. Regime che è stato poi riconosciuto nell'accordo raggiunto, dove viene disapplicata per tali strumenti la disposizione che richiede di investire solo in presenza di una valutazione di qualità creditizia favorevole.



### 3.2.5 I lavori del Financial Stability Board per affrontare le vulnerabilità strutturali dell'attività di gestione del risparmio

Nel giugno 2016, il *Financial Stability Board* ha pubblicato un documento di consultazione volto, da un lato, a valutare i cambiamenti intervenuti nella struttura delle attività di gestione del risparmio e, dall'altro, a identificare le potenziali fonti di vulnerabilità strutturali in grado di incidere sul sistema finanziario globale. Ed in particolare, ha individuato le seguenti aree dove sono proposte delle raccomandazioni: (i) disallineamento (*mismatch*) di liquidità tra gli investimenti e i termini di rimborso degli OICR aperti; (ii) leva negli OICR; (iii) rischio operativo dei gestori in condizioni di stress; (iv) attività di prestito di titoli per i gestori che forniscono garanzia (*indemnification*) ai clienti.

L'Associazione ha risposto alla consultazione e fornito il proprio contributo in ambito EFAMA.

### 3.2.6 Regolamento (UE) 1011/2016 (Regolamento Benchmark)

Il 29 giugno 2016 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il Regolamento (UE) 1011/2016 dell'8 giugno 2016 sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la *performance* di fondi di investimento.

I principali obiettivi del Regolamento *Benchmark* sono: i) migliorare la *governance* e i controlli del processo di produzione degli indici utilizzati come *benchmark*; ii) migliorare la qualità dei dati e delle metodologie utilizzate; iii) garantire un'adeguata tutela dei consumatori e degli investitori che li utilizzano.

Il Regolamento disciplina sia l'attività di determinazione e diffusione di *benchmark* sia il loro utilizzo nell'Unione, come quello effettuato dagli OICR che dovranno utilizzare solo *benchmark* di amministratori conformi alle nuove disposizioni.

Il Regolamento si applicherà a decorrere dal 1° gennaio 2018, tuttavia sono previsti uno specifico regime transitorio e clausole di *grandfathering*.

L'Associazione ha seguito i lavori propedeutici alla predisposizione del Regolamento oltre che delle misure di livello 2, sollevando nelle sedi competenti profili di attenzione con riferimento all'ambito di applicazione e al regime transitorio. E' stata auspicata inoltre l'esigenza di introdurre, nel nuovo regime di trasparenza sulle caratteristiche degli indici finanziari, tutte le previsioni richieste in ambito UCITS sull'utilizzo di strumenti finanziari derivati su indici finanziari.

### 3.2.7 Regolamento (UE) 2365/2015 (Regolamento Securities Financial Transaction)

Con il Regolamento sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo, il legislatore europeo intende aumentare la trasparenza informativa per consentire di far valutare oltre che monitorare i potenziali rischi posti da tali operazioni. Il Regolamento si basa su tre pilastri e introduce: i) un



obbligo segnaletico delle operazioni di finanziamento tramite titoli ai repertori di dati sulle negoziazioni, ii) la divulgazione da parte degli OICR di una specifica informativa sulle operazioni di finanziamento tramite titoli e in *total return swap* nella documentazione d'offerta e nelle relazioni periodiche, iii) requisiti minimi in materia di informativa sugli effetti del "riuso" delle attività dei clienti

In questo contesto, l'Associazione ha partecipato ai lavori volti alla definizione del nuovo obbligo segnaletico, rispondendo alla consultazione dell'ESMA e contribuendo alla definizione della risposta in ambito EFAMA.

Alla luce del chiarimento fornito dall'ESMA lo scorso ottobre circa l'entrata in vigore dell'innovata trasparenza informativa nella relazione annuale o semestrale degli OICR (ossia a valere da quella pubblicata dopo il 13 gennaio 2017), l'Associazione ha reso disponibile degli schemi informativi *standard* che possano essere d'ausilio e di supporto alle Società nell'adempimento dei nuovi obblighi di trasparenza.

### 3.2.8 ESMA – Closet index tracking funds

L'ESMA, con la dichiarazione del 2 febbraio scorso, ha invitato le Autorità nazionali ad effettuare analisi dettagliate per verificare l'esistenza di potenziali "*closet index trackers fund*" al fine di valutare la coerenza tra lo stile di gestione effettivo e quello dichiarato all'investitore, considerato il ruolo fondamentale che la trasparenza informativa riveste per una scelta di investimento consapevole. L'Autorità Europea ha riportato la metodologia utilizzata nell'indagine svolta per identificare i suddetti fondi, che si basa su tre criteri che combinano alcune metriche (*Active Share*, TEV e  $R^2$ ), consapevole tuttavia dei suoi limiti. L'ESMA si riserva, altresì, un ruolo attivo nel coordinamento degli approfondimenti delle Autorità di vigilanza nazionali e di effettuare, ove necessario, ulteriori riflessioni al fine di creare condizioni di *level playing field*.

In questo contesto, Assogestioni condivide la posizione dell'Autorità europea di considerare attentamente l'accuratezza delle informazioni fornite agli investitori per una decisione di investimento consapevole, che è da sempre punto cardine dell'industria del risparmio gestito, tuttavia rimane critica sulla metodologia dell'indagine proposta dall'ESMA per definire il grado di attivismo che non consente di riflettere appieno i diversi gradi di discrezionalità della gestione.

Con un approccio proattivo, Assogestioni ha elaborato il documento recante "Le prime considerazioni sulla comunicazione ESMA sul *closet index tracking* (ESMA/2016/165)" in corso di analisi da parte degli Uffici competenti della Consob.

Nel documento, l'Associazione ritiene più efficace e trasparente esprimere le diverse gradazioni di attivismo in un linguaggio facilmente comprensibile all'investitore, come attualmente già previsto dalla disciplina nazionale, legando l'identificazione dei tre livelli qualitativi del grado di scostamento dal *benchmark* ("contenuto", "significativo", "rilevante") ad una metrica quantitativa predefinita. L'Associazione rileva altresì, ove opportuno, come sia possibile perfezionare i criteri



oggi usati per i fondi azionari, suggerendo delle metriche e degli intervalli di applicazione delle stesse.

Con un avviso dello scorso 19 maggio la Consob ha reso nota la pubblicazione da parte dell'ESMA di uno *Statement* in materia di "*Supervisory work on potential closet index tracking*".

L'Associazione ha partecipato altresì ai lavori in ambito EFAMA volti a definire un *position paper* europeo. Nelle diverse occasioni di confronto è emersa la peculiarità delle disposizioni nazionali in tema di illustrazione del grado di attivismo oltre che l'iniziativa di alcune Autorità nazionali volte ad effettuare analisi più dettagliate.

### 3.2.9 ESMA – Parere sulle classi di quote

Lo scorso mese di gennaio l'ESMA ha finalizzato e pubblicato un Parere recante "*Share classes of UCITS*". Il Parere, indirizzato alle Autorità nazionali, si inquadra nei lavori dell'Autorità europea volti a creare un quadro armonizzato in materia di classi di quote di OICVM. In questa prospettiva, l'ESMA ha anzitutto confermato che le classi, a differenza dei comparti, non costituiscono un patrimonio autonomo.

Le classi di quote rappresentano, infatti, diverse categorie di quote relative ad un medesimo OICVM (o comparto, ove istituito), che attribuiscono ai sottoscrittori diritti diversi o prevedono caratteristiche di investimento diverse, garantendo quindi un certo livello di personalizzazione per gli investitori con caratteristiche o esigenze particolari (es. in relazione alla distribuzione di proventi, al trattamento fiscale, all'ammontare minimo di investimento).

Il Parere dell'ESMA identifica gli elementi essenziali che dovrebbero connotare le classi di quote (obiettivo comune di investimento; mitigazione del rischio di contagio; predeterminazione delle caratteristiche; trasparenza informativa), definendo altresì un regime transitorio per i fondi le cui classi di quote non risultano conformi ai suddetti principi. Di particolare interesse è l'impostazione adottata in tema di strategie di copertura ammissibili a livello di classe di quote, dove l'Autorità europea riconosce solo quella connessa al rischio valutario.

### 3.2.10 Capital Markets Union

Nel corso del 2016 sono proseguiti i lavori di attuazione del piano di azione della Commissione europea per la *Capital Markets Union*. Come noto, si tratta di un piano ambizioso e molto vasto che copre una pluralità di ambiti e per il quale possono essere identificati sei macro obiettivi: (i) finanziare l'innovazione, le *start-up* e le società non quotate; (ii) semplificare l'accesso e la raccolta di capitali da parte delle imprese sui mercati dei capitali aperti al pubblico; (iii) sostenere gli investimenti a lungo termine; (iv) promuovere gli investimenti istituzionali e al dettaglio; (v) mobilitare la capacità bancaria nel sostenere l'economia nel suo complesso e (vi) facilitare gli investimenti transfrontalieri. La Commissione ha condotto una consultazione, a cui l'Associazione ha partecipato, per l'identificazione delle barriere alla commercializzazione *cross-border* dei fondi; nel settembre del 2016



ha pubblicato un primo *report* sull'attuazione del piano di azione e nel gennaio 2017 ha avviato una consultazione per valutare gli impatti delle iniziative seguite e raccogliere idee su possibili ulteriori azioni.

Tra le iniziative di maggiori rilievo si segnalano inoltre: 1) l'accordo raggiunto nel dicembre 2016 sulle modifiche ai regolamenti (UE) 345 e 346 del 2013 rispettivamente regolamento EuVECA ed EuSEF; 2) i lavori in tema di *Pan-European Personal Pension* che si stanno sviluppando in vista dell'adozione di un possibile provvedimento in materia.

### 3.2.11 Aggiornamenti EMIR

A fronte dell'entrata in vigore degli obblighi previsti dalla normativa EMIR (EU 648/2012) e dei relativi adempimenti quali le segnalazioni ai *trade repositories* e alle autorità di vigilanza, gli obblighi di compensazione presso controparte centrale e gli obblighi di marginazione, l'Associazione ha fornito assistenza nel chiarire anche con l'autorità nazionale i termini per gli adempimenti e ha collaborato con EFAMA nella elaborazione delle risposte alle consultazioni.

### 3.2.12 Revisione della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti (SRDII)

Con la proposta di revisione della direttiva 2007/36/CE - che aveva introdotto diverse misure volte ad agevolare la partecipazione degli azionisti alla vita delle società in cui investono, favorendo l'esercizio anche transfrontaliero del diritto di voto - la Commissione europea è intervenuta su una serie di ulteriori profili dei diritti degli azionisti delle società quotate.

Un primo gruppo di misure riguarda il miglioramento dell'esercizio dei diritti degli azionisti e si concentra, in particolare, su: i) identificazione degli azionisti; ii) trasmissione di informazioni agli azionisti; iii) esercizio dei diritti degli azionisti e iv) trasparenza sui costi.

Un secondo gruppo di misure è invece relativo al rafforzamento della trasparenza degli investitori istituzionali, degli *asset manager* e dei *proxy advisor*, nell'ottica di favorire l'adozione di politiche di *engagement* e prevederne forme di *disclosure*. Infine, alcune misure riguardano i profili della remunerazione degli amministratori e delle operazioni con parti correlate.

L'Associazione ha preso parte al dibattito in sede europea, anche attraverso il *working group* EFAMA sulla Corporate Governance, di cui nel 2016 ha assunto la presidenza. Sebbene l'iter legislativo per l'adozione della direttiva sia stato piuttosto lungo, nonostante l'impegno profuso dall'Italia nel semestre di presidenza dell'Unione europea, a seguito dell'accordo raggiunto tra le competenti istituzioni europee lo scorso dicembre, è attesa nei prossimi mesi l'adozione finale della SRDII.

Con riguardo in particolare al pacchetto di misure relative alle politiche di *engagement* e alla trasparenza, l'Associazione, da ultimo anche attraverso



l'adozione dei Principi di Stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate, così come implementati e rivisti nel corso del 2016, ne ha anticipato in via autoregolamentare la gran parte.

### **3.3 I principali dossier fiscali**

L'anno 2016 è stato caratterizzato da importanti modifiche alla normativa fiscale di rilevante impatto per l'industria del risparmio gestito.

Si segnalano, in particolare, le disposizioni contenute nella legge di bilancio 2017 (legge 11 dicembre 2016, n. 232), fortemente sostenute dall'Associazione, tra le quali l'introduzione nel nostro ordinamento dei piani di risparmio a lungo termine (PIR) e l'esclusione delle SGR dall'applicazione dell'addizionale ai fini dell'imposta sul reddito delle società (IRES), gravante sulle banche e gli altri intermediari finanziari italiani.

Con riferimento ai PIR, rimando a quanto ho già tratteggiato nelle mie considerazioni di apertura.

Con riferimento all'addizionale IRES, grazie al dialogo costante tenuto dall'Associazione con le istituzioni e le autorità di settore, con la legge di bilancio 2017 è stata prevista l'esclusione delle SGR dall'applicazione dell'addizionale IRES del 3,5%, prevista a carico delle banche e degli altri intermediari finanziari (ad esclusione delle imprese di assicurazione) a partire dal 1° gennaio 2017.

L'applicazione dell'addizionale IRES del 3,5% avrebbe posto le SGR in una posizione di forte svantaggio competitivo non solo rispetto agli altri settori produttivi, ma anche rispetto alle banche e agli altri intermediari finanziari che possono, a fronte dell'applicazione dell'addizionale, beneficiare della integrale deducibilità degli interessi passivi ai fini IRES ed IRAP e del mantenimento della valutazione delle DTA (Deferred Tax Asset) al 27,5%.

Per effetto della modifica normativa che l'Associazione è riuscita ad ottenere, pertanto, ai fini dell'IRES i redditi della SGR scontano l'aliquota del 24% (in luogo del 27,5%).

Con riferimento al settore previdenziale, è stata di recente introdotta una agevolazione fiscale in relazione agli investimenti effettuati dalle forme pensionistiche complementari e dalle casse di previdenza privatizzate in azioni o quote emesse da imprese italiane ed estere (UE o SEE) con stabile organizzazione in Italia e in partecipazioni in OICR italiani ed esteri (UE o SEE) che investono prevalentemente nelle suddette azioni o quote nei limiti del 5% dell'attivo patrimoniale risultante dal rendiconto dell'esercizio precedente.

L'agevolazione consiste nell'esenzione da tassazione dei redditi di natura finanziaria derivanti dai predetti investimenti, a condizione che gli stessi siano detenuti per almeno cinque anni.

Con l'introduzione di tale agevolazione, è stata conseguentemente disposta, a decorrere dal 1° gennaio 2017, l'abrogazione della normativa sul credito di imposta



spettante ai medesimi soggetti in relazione ai redditi investiti in attività finanziarie a medio o lungo termine.

In relazione a tale normativa, l'Associazione ha lavorato con i gruppi di lavoro interessati, per cercare di identificare e risolvere le problematiche operative connesse alla nuova misura, con specifico riguardo all'individuazione di un regime "transitorio" per gli investimenti effettuati dalle forme pensionistiche complementari e dalle casse di previdenza privatizzate in base alla previgente normativa sul credito di imposta.

Per quanto concerne l'imposta sul valore aggiunto, l'Associazione, tenuto conto del venir meno della possibilità per le SGR di delegare al depositario il calcolo del valore delle parti degli OICR secondo il "modello dell'affidamento" per effetto dell'attuazione in Italia della direttiva UCITS V, ha chiesto conferma all'Agenzia delle entrate di poter continuare ad applicare la percentuale del 28,3%, individuata dalla medesima Autorità nel 2013 come parte rappresentativa dell'attività di controllo e sorveglianza svolta dal depositario imponibile ai fini IVA.

In via subordinata, l'Associazione ha chiesto che, nella denegata ipotesi in cui tale impostazione non fosse condivisa, l'Agenzia delle entrate riconosca comunque un periodo transitorio entro cui gli operatori possono continuare ad applicare la suddetta percentuale al fine di consentire l'adeguamento dei contratti già in essere.

Sul piano internazionale, l'Associazione ha collaborato con l'Amministrazione finanziaria al fine di definire le modalità e i termini per la trasmissione dei dati previsti dalla disciplina sullo scambio automatico di informazioni sui conti finanziari a livello globale e comunitario (*Common Reporting Standard - CRS*) e delle informazioni contenute nel nuovo tracciato definito dall'Amministrazione finanziaria statunitense (IRS) per l'invio dei dati previsti dalla normativa FATCA (*Foreign Account Tax Compliance Act*).



## 3.4 La previdenza complementare

### 3.4.1 La direttiva IORP II

In ambito europeo, il 2016 è stato l'anno della pubblicazione della nuova direttiva che disciplina l'attività e la vigilanza sui prodotti pensionistici del cosiddetto secondo pilastro delle pensioni (direttiva IORP II). A 13 anni di distanza dalla prima direttiva IORP, con la nuova normativa il legislatore europeo si è prefissato, come obiettivo principale, quello di promuovere lo sviluppo e il buon funzionamento dei prodotti previdenziali del cosiddetto secondo pilastro, affinché gli stessi diventino attori di primo livello nel contribuire a dotare i cittadini europei di pensioni adeguate e sostenibili, nonché nel finanziare l'economia reale attraverso investimenti di lungo termine.

Tra i principali obiettivi dichiarati dalla Commissione europea in sede di pubblicazione della proposta di revisione della direttiva IORP, figuravano:

- la rimozione delle barriere allo svolgimento dell'attività transfrontaliera;
- la necessità di dotare gli enti pensionistici di secondo pilastro di sistemi di *governance* e di gestione del rischio più robusti;
- la definizione di regole di trasparenza informativa maggiormente stringenti nei confronti degli aderenti e dei beneficiari;
- la necessità di garantire che le Autorità dispongano dei poteri e degli strumenti necessari a svolgere un'attività di vigilanza prudenziale adeguata sugli IORP.

Tra le novità più importanti, rispetto alla normativa previgente, si segnalano le disposizioni in tema di *governance* e di trasparenza informativa. Giova qui ricordare, peraltro, come questi sono alcuni dei temi che hanno tenuto alta l'attenzione del nostro legislatore nazionale anche in fase di recepimento della prima direttiva IORP, a tal punto che possiamo ritenere che la nostra normativa nazionale sia stata un po' il "*benchmark*" nella definizione delle nuove regole a livello europeo, specialmente in tema di trasparenza informativa.

La nuova direttiva dovrà essere recepita dagli Stati membri entro il 13 gennaio 2019 e l'Associazione sta già lavorando a stretto contatto con le Istituzioni e le Autorità competenti al fine di contribuire fattivamente al buon esito di tale processo.

### 3.4.2 La nuova regolamentazione COVIP per l'adesione alle forme pensionistiche complementari

Con le deliberazioni del 25 maggio 2016, la COVIP ha effettuato una revisione delle regole sulle modalità di adesione alle forme pensionistiche complementari, nonché dei principali documenti informativi che i soggetti interessati sono tenuti a ricevere prima di aderire ad un fondo pensione.

La revisione operata dall'Organo di vigilanza ha preso le mosse dall'esigenza di potenziare i presidi di trasparenza delle forme pensionistiche complementari, semplificare la rappresentazione delle informazioni da mettere a disposizione dei



potenziali aderenti, ridurre gli oneri amministrativi per i fondi pensione e disciplinare la raccolta delle adesioni mediante sito *web*.

La pubblicazione delle citate deliberazioni è stata preceduta da una fase di consultazione pubblica alla quale la Assogestioni ha partecipato attivamente, fornendo il proprio contributo al fine di agevolare le SGR che istituiscono e gestiscono fondi pensione aperti negli adempimenti previsti in fase di raccolta delle adesioni.

Gli interventi dell'Associazione hanno prodotto risultati importanti, in virtù dei quali è oggi possibile affermare che sono stati fatti passi in avanti verso la realizzazione di un effettivo *level playing field* tra le diverse forme di previdenza complementare. Per avere un'idea, si pensi al fatto che la COVIP, accogliendo le richieste della Assogestioni, ha chiarito che anche i fondi pensione aperti, nella fase di raccolta delle adesioni, possono applicare le medesime disposizioni già dettate e in vigore per i fondi pensione negoziali, evitando così di dover porre in essere specifiche attività per verificare l'adeguatezza dell'investimento previdenziale effettuato dall'aderente.

Le proposte dell'Associazione hanno altresì interessato la redazione dei documenti d'offerta. A tale proposito, le semplificazioni introdotte hanno risposto all'esigenza di agevolare l'attività delle SGR nella predisposizione della Nota informativa da fornire ai potenziali aderenti, nonché di migliorare l'intero processo di adesione.

### **3.5 Autoregolamentazione**

#### *3.5.1 Revisione del Protocollo di Autonomia*

Il recepimento in Italia della direttiva 2011/61/UE (c.d. AIFMD) ha comportato, tra l'altro, una rivisitazione della disciplina dei conflitti d'interessi nella prestazione del servizio di gestione collettiva. Infine, occorre ricordare che, il decreto legislativo 12 maggio 2015, n. 72 ha introdotto, nell'articolo 6 del TUF, l'obbligo di astensione di soci e amministratori nelle deliberazioni in cui abbiano un interesse in conflitto.

L'assetto normativo così delineato ha reso dunque necessaria una nuova sistemazione delle raccomandazioni del Protocollo di Autonomia.

L'opera di rivisitazione intrapresa dall'Associazione non ha interessato esclusivamente il merito delle singole raccomandazioni, bensì ha comportato, anche e, in prima istanza, l'adozione di una diversa impostazione sistematica dell'intero impianto del Protocollo di Autonomia. L'intrapresa attività di rivisitazione continuerà nel corso del 2017 al fine di adeguare l'impianto del Protocollo di Autonomia, ove opportuno, alle novità recate dal recepimento della direttiva UCITS V.



### *3.5.2 Schema di convezione per l'incarico di banca depositaria*

Al fine di agevolare le società associate nel passaggio alla nuova disciplina di recepimento della UCITS V, l'Associazione, in condivisione con l'ABI, ha provveduto a modificare lo schema di Convenzione quadro per l'incarico di depositario di OICVM. La Convenzione è stata sottoposta alla Banca d'Italia al fine di valutarne la conformità alla nuova normativa.

### *3.5.3 Revisione del Codice di comportamento Assogestioni: introduzione del reato di autoriciclaggio e aggiornamento dei reati di market abuse*

Nel corso del 2016 si è anche proceduto all'aggiornamento del Codice di Comportamento Assogestioni, redatto ai sensi dell'articolo 6, comma 3, del d.lgs. 231/2001 sulla responsabilità amministrativa degli enti, al fine di adeguarlo alle novità normative intervenute dalla sua ultima stesura fino ad oggi.

Tra le modifiche degne di nota si vuole ricordare, in questa sede, l'introduzione dei presidi che le SGR devono porre in essere per far fronte al rischio di compimento del reato di autoriciclaggio nonché la revisione di quelli relativi ai reati di *market abuse*.

Il reato di autoriciclaggio è stato introdotto nel nostro ordinamento dalla legge n. 186 del 2014 la quale, attraverso il nuovo l'articolo 648-ter.1 del codice penale ha dato autonoma rilevanza alla condotta di riciclaggio dei proventi di un delitto non colposo imputabile al medesimo soggetto che ha commesso il reato presupposto.

È stata in tal modo introdotta una significativa innovazione nell'impianto repressivo delineato dal codice penale, che assume rilevanza anche con riferimento alla responsabilità amministrativa degli enti a seguito dell'ampliamento della rubrica dell'articolo 28-bis del citato d.lgs. 231/2001.

Il codice di comportamento Assogestioni, quindi, prende ora in considerazione anche l'ipotesi di compimento del reato di autoriciclaggio, individuando distintamente i rischi cui le SGR sono esposte con riferimento all'attività svolta in quanto "società" e quelli emergenti dallo svolgimento dell'attività istituzionale posta in essere nei confronti della clientela.

Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, si è ritenuto che i solidi presidi già posti in essere in adempimento agli obblighi previsti dalla normativa di contrasto al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo, siano di per sé già sufficienti a contrastare anche il compimento di reati di autoriciclaggio da parte della clientela. Ciò in ragione di una più estensiva accezione del reato di riciclaggio contenuta nella normativa antiriciclaggio che ricomprende anche il nuovo reato di autoriciclaggio.

Quanto al rischio di autoriciclaggio che potrebbe emergere nell'ambito dell'attività svolta dalle SGR in quanto società, si ritiene che questo debba essere gestito attraverso la definizione di un modello di organizzazione che richiami il complesso normativo aziendale e il sistema dei controlli interni imposti dalla normativa di settore.



Vale la pena evidenziare, comunque, come anche nel caso di specie il lavoro dell'Associazione sia avvenuto a stretto contatto con le Autorità e amministrazioni di riferimento.

Per quanto riguarda la revisione dei reati di *market abuse* conseguente all'entrata in vigore del Regolamento (UE) n. 596/2014, si fa presente che il Codice aggiornato è stato sottoposto agli uffici competenti della Consob.

In linea con quanto prescritto dal Decreto, il Codice sarà poi trasmesso al Ministero della Giustizia, al fine di riceverne la relativa approvazione.

#### *3.5.4 Privacy: avvio della Task Force per la redazione di codici di condotta Associativi*

Con l'entrata in vigore, lo scorso 24 maggio 2016, del nuovo Regolamento europeo relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, il legislatore europeo ha certamente inteso dare un segnale sulla necessità di assicurare maggiore uniformità nell'applicazione della normativa sulla *privacy*.

Come è noto, infatti, in precedenza la materia era disciplinata dalla direttiva 95/46/CE, trasposta nel nostro Paese con il d.lgs. n. 196 del 2003 (Codice in materia di protezione dei dati personali).

Il nuovo regolamento europeo diventerà pienamente applicabile solo a partire dal 24 maggio 2018. Entro tale termine, pertanto, gli Stati membri dovranno allineare le normative nazionali e i destinatari degli obblighi dovranno adottare tutte le misure necessarie per assicurare la *compliance* con le misure contenute nel Regolamento.

A tale ultimo scopo, l'Associazione ha avviato una *Task force* il cui obiettivo è quello di coadiuvare le SGR nella predisposizione delle misure necessarie ad assicurare il rispetto dei nuovi obblighi. Tra questi si segnalano, in particolare, la nomina di un "responsabile della protezione dei dati", nonché l'elaborazione di specifici "codici di condotta".

Riguardo a tale ultimo aspetto, uno degli obiettivi della *Task force* sarà quello di elaborare un codice di condotta specifico per le SGR, che possa fungere da guida per le Associate nella predisposizione dei propri codici interni.

#### *3.5.5 Standardizzazione delle prassi operative*

Una nuova versione ampliata e rivista delle Linee Guida per la standardizzazione è stata presentata dall'Osservatorio Operatività & Standard Fondi, gestito da Abilab in coordinamento con ABI ed Assogestioni. Le Linee Guida V3 (2016) – su impulso delle necessità di aggiornamento alle modifiche regolamentari e delle esigenze di mercato – risultano ampliate ed includono:



- TDT – Single Leg OICR consolidamento modello operativo e tempistiche;
- Trasferimento posizioni/quote tra SIP;
- Data Set “Adeguata verifica”;
- Data Set “FATCA”;
- Data Set “CRS”;
- Price report;
- Modulo di sottoscrizione standardizzato.

Per quanto riguarda il tasso di adozione degli *standard*, da quanto risulta da un’indagine conclusasi al termine del 2015 ma contenente previsioni relative al 2016, il quadro risulta incoraggiante ma il percorso non si può dire completato: risulta infatti che mentre oltre l’80% delle SGR sono *standard compliant* (ovvero sono in grado di ricevere ordini ed operare secondo gli *standard*), solo la metà dei flussi sono effettivamente conformi.

L’Associazione è in continuo dialogo con Consob e Banca d’Italia, *sponsor* del progetto, per facilitare l’adozione degli *standard* nei tempi e modi auspicati dalle Autorità.



## 4. Corporate governance

### 4.1 L'attività dell'Associazione nel 2016

Anche nel 2016 si è confermato l'impegno dell'Associazione nel tutelare i diritti degli azionisti, tramite il Comitato corporate governance, sempre attivo nella promozione della diffusione della cultura della *governance* tra gli operatori del mercato, e anche attraverso l'attiva partecipazione ai lavori del *Comitato per la Corporate Governance* delle società quotate.

Nel mese di giugno l'Associazione ha organizzato l'Incontro annuale degli amministratori di minoranza. Investitori istituzionali italiani ed esteri, emittenti, componenti degli organi sociali eletti dalle minoranze, *advisor* e istituzioni sono stati coinvolti in un confronto sul tema "What engagement is all about?", in occasione del quale sono anche stati presentati gli esiti delle rilevazioni del primo monitoraggio sullo stato di applicazione dei Principi italiani di *Stewardship*.

Il 1° e 2 dicembre, poi, si è svolta la seconda edizione dell'Italy Corporate Governance Conference, organizzata da Assogestioni e Assonime, con il supporto di Borsa Italiana e in cooperazione con l'OCSE, sotto l'egida del *Comitato per la Corporate Governance* nazionale. Alle due giornate, nel corso delle quali sono state affrontate le principali tematiche inerenti la *corporate governance*, la *stewardship* e l'*engagement*, hanno preso parte esponenti di primo piano delle istituzioni nazionali e internazionali e di tutta la comunità finanziaria. L'ICGC si è affermata, fin dalla sua prima edizione, come forum annuale di discussione e come occasione ideale per la presentazione dello "stato dell'arte" dell'ordinamento italiano e dell'autoregolamentazione.

Nel 2016 la nostra Associazione ha deciso di aderire ai *Principles for Responsible Investment* (PRI), progetto lanciato dalle Nazioni Unite nel 2006 con l'intento di favorire la diffusione dell'investimento sostenibile e responsabile tra gli investitori istituzionali. I Principi a oggi sono stati sottoscritti da più di 1700 firmatari tra investitori istituzionali, società di gestione del risparmio e fornitori di servizi.

Sono proseguite, infine, per tutto l'anno le sessioni di *induction* svolte in collaborazione con Assonime e finalizzate a fornire un programma di formazione continuativa dei componenti degli organi di amministrazione e controllo delle società, in linea con quanto raccomandato dal Codice di autodisciplina del 2011 e con l'esortazione dello stesso Comitato per la *Corporate governance* nazionale in occasione della presentazione del proprio Rapporto annuale 2014. Oltre al corso base, nel 2016 sono state organizzate anche alcune giornate di *follow up* su alcuni temi specifici, quali le operazioni con parti correlate, le remunerazioni, le responsabilità civili e penali degli amministratori e dei sindaci, la gestione dei rischi nonché obblighi informativi e relazioni finanziarie.

Per quanto più specificamente attiene a tutte le iniziative in materia di *stewardship*, rimando a quanto trattato nelle considerazioni di apertura.



## 4.2 L'attività del Comitato dei gestori

Il 2016 si è caratterizzato per un'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 2016 sono risultati eletti o cooptati 35 consiglieri di amministrazione, 19 presidenti di collegi sindacali e 2 sindaci effettivi (nonché 22 sindaci supplenti).

Il processo di selezione dei candidati che si svolge nell'ambito del Comitato dei gestori è guidato dai "Principi per la selezione dei candidati alle cariche sociali in società quotate" definiti dal Comitato corporate governance dell'Associazione, che fissano precisi requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza (verificati periodicamente), nonché le condizioni di ineleggibilità e incompatibilità, con inclusione di precisi vincoli alla successione. I Principi per la selezione dei candidati, oltre a essere più stringenti rispetto ai criteri stabiliti dalla normativa e dal Codice di autodisciplina, sono stati pensati e sono costantemente applicati nella prassi con la manifesta intenzione di porre l'operato degli investitori istituzionali sempre un passo avanti rispetto alla regolamentazione di settore.

Tutti gli eletti tratti dalle liste presentate dal Comitato dei gestori sono indipendenti, non solo in base ai criteri individuati dal Testo Unico della Finanza e dal Codice di autodisciplina, ma devono essere, senza possibilità di deroghe, indipendenti anche dai gestori e dagli investitori istituzionali che li propongono, nel completo rispetto dell'assenza di ogni vincolo di mandato e nell'ottica di una rigida interpretazione del loro ruolo come di portatori dell'interesse della società e degli azionisti tutti. Proprio con queste finalità è stato predisposto un elenco dettagliato di incompatibilità.

I profili selezionati dal Comitato dei gestori sono valutati con accuratezza anche dal punto di vista delle loro esperienze, nazionali e internazionali, e delle competenze che possono mettere al servizio dei *board* che andranno a comporre, a maggior ragione laddove gli statuti prevedano una riserva di posti per le minoranze maggiore rispetto alla quota minima stabilita dalla legge. In quest'ottica, il Comitato dei gestori apprezza molto e si impegna a seguire, laddove disponibili, le indicazioni quali-quantitative sulla composizione dei *board* che le società emittenti predispongono in vista delle rispettive assemblee di rinnovo degli organi sociali, al fine di contribuire alla composizione ottimale dei consigli di amministrazione, in un'ottica di *diversity* non solo di *gender* ma anche di competenze ed esperienze professionali, nonché di fasce di età.



Con riferimento al 2014-2016, circa il 40 per cento degli eletti sulla base di liste depositate dal Comitato dei gestori proviene da significative esperienze manageriali e di alta direzione, analoga percentuale dalla libera professione mentre la restante percentuale dal mondo accademico. Molti di loro hanno maturato significative esperienze internazionali. L'età media degli eletti si aggira intorno ai 55 anni.

Per quanto riguarda la *gender diversity*, poi, come riportato nei Report annuali pubblicati sul nostro sito, a fronte di quanto stabilito nell'art. 144-undecies.1 del Regolamento emittenti, per cui gli statuti non possono prevedere il rispetto del criterio di riparto tra generi per le liste che presentino un numero di candidati inferiore a tre, il Comitato dei gestori propone in media oltre il 40-45 per cento di candidati di genere femminile indipendentemente dal fatto che la lista proposta sia composta da un numero di candidati inferiore o pari a tre; i candidati di genere femminile risultati eletti si attestano attorno al 40% e sono andati a ricoprire incarichi in molte delle società a maggiore e media capitalizzazione. Tra l'altro, il Comitato dei gestori si è impegnato in questa direzione ancor prima e fin dalla fase gestazionale della legge istitutiva delle "quote rosa" e ha sempre dato alle disposizioni normative una interpretazione estensiva, apprezzata anche dagli emittenti, che risultano così parzialmente alleggeriti dal compito di assicurarne l'attuazione. Vale appena ricordare, tra le molte nomine eccellenti, quella di Rosalba Casiraghi già nel 2006 in uno dei più importanti istituti bancari italiani, allora Banca Intesa, e l'elezione a presidente del collegio sindacale di Generali Assicurazioni di Carolyn Dittmeier nel 2014.

Il Comitato dei gestori dimostra, quindi, con il suo operato, l'intenzione di mantenere i più alti livelli di *best practice* riconosciuti a livello internazionale ma anche di collaborare sempre in modo costruttivo con gli emittenti.

Vale segnalare da ultimo che, nell'autunno scorso, l'Associazione ha svolto la selezione della nuova società di *head hunting* a supporto del Comitato dei gestori nel triennio 2017-2019 e ha deciso di affiancarle due ulteriori società per supportare il processo di selezione limitatamente ai casi di incompatibilità dell'*head hunter* principale, in modo da assicurare al Comitato dei Gestori piena copertura nel processo di selezione dei candidati.

### 4.3 Finanza sostenibile

Nel 2016 è continuato l'impegno dell'Associazione nel supportare la diffusione di una cultura della sostenibilità tra le associate e contribuire all'allineamento del nostro mercato con le *best practice* europee.

Nell'ambito del Salone del Risparmio è stato creato un filone dedicato alla sostenibilità aperto da una conferenza sull'impatto del cambiamento climatico sul sistema finanziario che ha visto la partecipazione di esperti del Ministero dell'ambiente e di rappresentanti di SGR particolarmente attente al tema.

Accanto alle iniziative all'interno del Salone, l'impegno di Assogestioni sulle tematiche della sostenibilità si è declinato nel corso dell'anno anche con la



partecipazione all'attività del gruppo di lavoro europeo e del Forum della Finanza Sostenibile. L'impegno dell'associazione sul tema ha trovato riconoscimento anche nell'invito a partecipare con un *key note speech* alla presentazione biennale del rapporto Eurosif sulla finanza sostenibile a Bruxelles.

Ad ulteriore conferma del ruolo di interlocutore di rilievo sul tema, Assogestioni è stata chiamata a contribuire al rapporto del *National Dialogue on Sustainable Finance*. Avviato a febbraio 2016 dall'Unep (*UN Environmental Programme*) e Ministero dell'Ambiente, ha raccolto le istituzioni e i principali soggetti privati dei settori bancario, assicurativo e della gestione per redigere un rapporto Paese sulle potenzialità e sulle opzioni di intervento per una finanza sostenibile.

E' stata inoltre inaugurata una presenza fissa sul periodico dell'Associazione Focus per portare all'attenzione del mercato tematiche quali, ad esempio, il *reporting* di sostenibilità, i nuovi obblighi di trasparenza ESG e gli indici ESG.



## **5. Educazione finanziaria, comunicazione e capitale umano**

### **5.1 Salone del risparmio**

Il Salone del Risparmio ha confermato anche nel 2016 la propria capacità di essere un punto di incontro unico a livello nazionale tra figure professionali, famiglie, studenti, operatori del settore, accademici e istituzioni. La settima edizione dell'evento si è interrogata sul tema "Risparmio al centro. Demografia, liquidità, sviluppo".

Le questioni legate ai nuovi scenari macroeconomici, all'evoluzione demografica, alla concentrazione della ricchezza in capo alle generazioni più anziane hanno aperto un dibattito sulla validità dei tradizionali paradigmi della finanza. Le questioni sono state analizzate attraverso sette percorsi tematici che hanno raccontato il nuovo approccio agli investimenti degli italiani e tentato di individuare nuove mappe per navigare in un mondo a bassa crescita, tassi reali negativi e capovolgimenti demografici.

La settima edizione del Salone del Risparmio ha registrato la partecipazione di 14.858 visitatori, tra operatori del settore (73%), famiglie (14%), studenti (10%) e giornalisti (3%). Persone che hanno partecipato alle oltre 100 conferenze in programma e incontrato i rappresentanti delle 161 aziende presenti. Ma il successo della manifestazione è testimoniato anche da un'indagine condotta da GFK: 9 visitatori su 10 premiano, infatti, la qualità del Salone e dei suoi contenuti e giudicano positivamente la loro partecipazione.

L'edizione del 2016 è stata caratterizzata da una cresciuta presenza delle istituzioni (governo e autorità di vigilanza) consentendo all'industria di comunicare in maniera ancora più diretta con il Paese, le istituzioni e i media.

### **5.2 Educazione finanziaria**

Dopo aver analizzato le abitudini ed il livello di conoscenza in ambito finanziario dei cosiddetti Millennials, nel primo trimestre del 2016 Assogestioni ha voluto approfondire i comportamenti dei risparmiatori senior alle prese con un contesto che non lascia ancora intravedere chiari segnali di ripresa.

L'indagine ha permesso di identificare il livello di consapevolezza finanziaria di coloro che hanno un'età media di 58 anni e come essi stiano modificando o abbiano modificato i propri atteggiamenti di fronte ad un mondo caratterizzato da bassa crescita, tassi reali negativi e capovolgimenti demografici.

Durante l'ultimo trimestre dell'anno, con l'obiettivo di fornire all'industria un ulteriore strumento per trovare risposte alle esigenze della clientela, Assogestioni ha deciso di proseguire il processo di analisi con una nuova indagine qualitativa.

Questa ha coinvolto 3.000 italiani di età compresa tra i 18 ed i 74 anni, con particolare riferimento alle tre generazioni rappresentate: i Millennials, la



Generazione X e i Baby Boomers che costituiscono attualmente la spina dorsale della forza lavoro e dell'economia italiana.

I risultati fotografano i giovani alle prese con una frammentazione sempre più stabile e le generazioni più anziane che, manifestando una preoccupazione ancora più marcata verso il presente, utilizzano il risparmio quale scudo per proteggersi dagli imprevisti e solo in seconda battuta per costruire percorsi che guardino con fiducia al futuro.

La reiterata ed insoddisfatta richiesta di educazione finanziaria, la progressiva digitalizzazione sempre più presente nel rapporto consulenti - risparmiatori e le prime valutazioni sui PIR, completano il quadro delle analisi che verranno presentate al prossimo Salone del Risparmio.

### **5.3 Capitale umano**

L'educazione finanziaria è parte di un ingranaggio che coinvolge gli asset manager, come produttori di portafogli, e i distributori, che devono conoscere le esigenze degli investitori e saper consigliare i portafogli più adatti.

Un ruolo crescente è quindi svolto anche dalla formazione professionale, un punto focale per il futuro di un'industria che ha bisogno di persone di altissima qualità, con una formazione continua e profonda. È in questo contesto che, nel 2016, è stato avviato il progetto "Il tuo Capitale Umano" di cui ho parlato nel capitolo introduttivo.

Mi preme ribadire che l'iniziativa ha un triplice obiettivo: offrire ai giovani laureati la possibilità di trasformarsi in professionisti, frenare la contrazione del numero di addetti impiegati nel settore e presentare un'industria ricca di opportunità, con molte occasioni di formazione continua.

L'iniziativa, avviata nel corso dell'ultimo trimestre dell'anno, ha raccolto l'adesione di 23 società di gestione del risparmio impegnate in un roadshow che sta coinvolgendo alcune delle principali Università del Paese.

Il progetto si articola in 3 momenti. Il primo è dedicato agli incontri in ateneo dove gli studenti hanno la possibilità di conoscere le caratteristiche chiave del settore e le skill principali per potersi candidare. Il secondo momento consiste in una giornata di formazione e orientamento durante la terza giornata del Salone del Risparmio 2017. Un'occasione in cui i ragazzi avranno la possibilità di incontrare i rappresentanti di SGR italiane ed estere, partecipare a workshop dedicati e affrontare i colloqui di selezione.

Il terzo step prevede per tutti i ragazzi selezionati per il tirocinio la possibilità di partecipare ad una sessione di induction sulle tematiche chiave del settore offerta da Assogestioni.

Dall'avvio dell'iniziativa, l'associazione è entrata in contatto con oltre mille giovani laureati e laureandi con competenze di tipo gestionale, economico e quantitativo.



Più di 700 ragazzi si sono iscritti alla piattaforma [www.iltuocapitaleumano.com](http://www.iltuocapitaleumano.com) e sono stati raccolti complessivamente oltre 380 curricula.

#### **5.4 Comunicazione continua**

Nel 2016 l'attività di comunicazione dell'associazione ha proseguito nel solco della semplificazione incrementando gli sforzi per agevolare la fruizione dell'informazione ad un bacino di utenza sempre più ampio.

A fianco dell'attività di comunicazione tradizionale, che prevede l'utilizzo delle media relation e la pubblicazione di notizie sui canali online di Assogestioni, risorse crescenti sono state dedicate al dialogo con gli stakeholder dell'associazione attraverso le iniziative di tipo redazionali e l'utilizzo dei social network.

In questo ambito si colloca principalmente il lavoro svolto per la produzione e distribuzione della rivista "Focus Risparmio" e della sua newsletter. Il magazine edito da Assogestioni diffonde attraverso approfondimenti e interviste notizie e informazioni sul settore del risparmio gestito in Italia e nel mondo. I contenuti sono diffusi attraverso una newsletter, una rivista cartacea (bimestrale) ed un sito web.

Focus Risparmio raggiunge un vasto pubblico di lettori: oltre 34.000 iscritti alla newsletter, circa 10.000 abbonati all'edizione cartacea e altri 15.000 lettori raggiunti con la versione digitale del magazine pubblicata su Corriere della Sera - Digital Edition. Gli abbonati che ricevono la rivista direttamente presso un indirizzo postale (ufficio o casa) sono per il 75% professionisti impiegati nel mondo della distribuzione e della consulenza. Un pubblico che rappresenta una frontiera sensibile per lo sviluppo della nostra industria.



## 6. Conclusioni: prospettive per il 2017

L'Associazione mantiene una forte motivazione a guidare l'evoluzione del nostro assetto legislativo e fiscale, e certamente alcuni dossier rivestono un carattere strategico rispetto alle opportunità e alle sfide che ci attendono. Mi soffermerò in particolare su tre questioni che vedranno prioritariamente impegnata l'Assogestioni, in aggiunta alla funzione di rappresentanza più generale su tutti i fronti ordinari della produzione legislativa e fiscale a livello europeo e nazionale, nonché la formazione delle migliori competenze per la crescita dell'industria e a vantaggio dei risparmiatori.

### 6.1 Nascita PEPPs: l'iniziativa europea per le pensioni individuali

Il 2016 ha visto intensificarsi il dibattito sulla possibile creazione di un *framework* europeo per i prodotti pensionistici individuali. Questa iniziativa riveste un'importanza cruciale e continuerà certamente ad essere al centro del dibattito europeo nei prossimi anni in quanto costituisce uno dei pilastri del progetto della *Capital Markets Union* che in questo momento, come è noto, rappresenta una priorità per la Commissione europea.

L'importanza dell'iniziativa risiede non solo nella necessità di rafforzare il cosiddetto sistema previdenziale multipilastro, che vede accanto alla previdenza obbligatoria e a quella complementare occupazionale anche una forma di risparmio previdenziale privato, ma anche nella volontà di dare una risposta efficace alle esigenze di natura previdenziale dei lavoratori europei, la cui carriera è caratterizzata da una crescente mobilità e le cui future prestazioni previdenziali risentiranno fortemente del crescente divario tra il numero di cittadini in età lavorativa e quelli in età pensionabile.

Nel mese di luglio dello scorso anno la Commissione europea ha pubblicato un documento di consultazione che, prendendo le mosse da quanto emerso a seguito delle indagini svolte dall'EIOPA presso gli operatori del settore, aveva l'obiettivo di coinvolgere una più ampia platea di *stakeholder* e valutare le differenti alternative possibili per la definizione di un impianto europeo per i prodotti pensionistici individuali, in buona sostanza per la creazione di un veicolo semplice, standardizzabile e commercializzabile in tutti i Paesi dell'Unione europea.

La consultazione ha riscontrato un grande successo, tant'è che più di 500 sono state le risposte ricevute dalla Commissione. Elemento comune fra queste è stato il grande supporto alla creazione di un *framework* europeo per i prodotti pensionistici di natura individuale: ciò risulta in misura ancor più evidente in ragione della circostanza che più del 73% delle associazioni dei consumatori coinvolte nel processo di consultazione si sono dichiarate "insoddisfatte" dell'attuale gamma disponibile di prodotti pensionistici di terzo pilastro.

Il dibattito si è incentrato sulla creazione dei cosiddetti PEPP, i prodotti pensionistici individuali paneuropei, che dovrebbero essere disciplinati attraverso l'introduzione di un secondo regime (e cioè di un regolamento europeo). L'obiettivo dichiarato



dalla Commissione europea non è quello di “sostituire” gli attuali sistemi di previdenza obbligatoria e complementare esistenti attraverso prodotti di previdenza individuale. L’adozione e l’armonizzazione dei sistemi di terzo pilastro risponde, piuttosto, all’esigenza di assicurare pensioni adeguate e sostenibili anche a coloro che non hanno accesso a sistemi di primo o secondo pilastro (come ad esempio nel caso di lavoratori autonomi). Inoltre, quella dei prodotti pensionistici individuali rappresenta un settore con un rilevante potenziale di crescita: le prime indicazioni e studi sui prodotti pensionistici individuali stimano uno sviluppo del mercato pari a circa 2 mila miliardi di euro nei prossimi dieci anni. Per dare un’idea del potenziale di crescita basti pensare che nel 2014 il totale delle risorse complessivamente gestite da prodotti pensionistici era di circa 576 miliardi di euro, che rappresentavano più o meno il 6% della ricchezza finanziaria delle famiglie e il 5% del PIL europeo.

Per ciò che concerne le principali caratteristiche, comuni a questi prodotti, che dovrebbero trovare una disciplina specifica e unitaria all’interno del regolamento europeo, si ricordano: a) l’obiettivo pensionistico, quali prodotti di lungo periodo, che li distingue dai prodotti finanziari tipici; b) l’esistenza di una fase di “accumulazione” durante la quale i contributi sono pagati nei piani pensionistici (una delle principali *issues* sarà quella di individuare gli archi temporali nei quali riconoscere pagamenti anticipati); c) le opzioni di investimento, che dovrebbero essere comunque limitate; d) la presenza di meccanismi di mitigazione del rischio di investimento, da realizzare attraverso l’esistenza di linee di investimento di *default* che potrebbero assumere la veste di linee garantite ovvero essere caratterizzate da una strategia di tipo *life-cycling*; e) la corretta gestione della fase di decumulo, al fine di garantire una flessibilità sufficiente tra i pagamenti in un’unica soluzione e le rendite. Per gli altri aspetti potrà essere sufficiente il rinvio alla regolamentazione da parte dei singoli Stati membri.

Alla luce di ciò, non v’è dubbio che la principale sfida per il successo di questi prodotti, che ricordiamo essere destinati, in prima battuta, al mercato transfrontaliero, è rappresentata, da un lato, dall’esistenza di un sufficiente livello di “flessibilità” tale da garantire la “portabilità” del prodotto unitamente ad un adeguato regime prudenziale per la tutela dei consumatori e, dall’altro lato, dalla presenza di un regime fiscale di favore applicabile. Ed è proprio su quest’ultimo aspetto che sarà concentrata l’attenzione maggiore sia da parte delle istituzioni comunitarie sia da parte degli Stati membri.

In primo luogo, il successo del nuovo prodotto sarà strettamente legato alle scelte di politica fiscale che i singoli Stati membri adotteranno, in assenza di un regime fiscale armonizzato a livello comunitario. A tali fini, riteniamo essenziale che a tale prodotto sia applicato un regime fiscale di favore, che contribuisca ad incentivarne la crescita e la diffusione pur in assenza di un’armonizzazione dei regimi fiscali nazionali. L’adozione di un modello di tassazione unitario da parte degli Stati membri nella forma del modello EET o TEE consentirebbe poi l’effettiva utilizzabilità del passaporto europeo per i prodotti della previdenza integrativa.



Il progetto PEPPs è centrale per l'industria del risparmio gestito che, forte dell'esperienza UCITS, potrà svolgere un ruolo di primo piano sia nell'istituzione sia nella gestione di tale tipologia di prodotti e lo sviluppo dei PEPPs saranno certamente centrali nel dibattito che si svilupperà a breve poiché si attende, entro la fine del 2017, la proposta legislativa da parte della Commissione Europea.

La nostra Associazione continuerà, anche nel 2017, a lavorare a stretto contatto con le istituzioni europee e nazionali al fine di contribuire alla definizione di un prodotto che consenta di raggiungere gli obiettivi fissati dalla Commissione, dando una risposta efficace alle esigenze previdenziali dei lavoratori europei e creando un'ulteriore opportunità di crescita e sviluppo per l'industria del risparmio gestito.

## 6.2 Prospettive evolutive della *corporate governance*

L'Italia vanta da anni un sistema di *corporate governance* tra i più avanzati al mondo, i cui pilastri fondamentali sono: i) il Codice di Autodisciplina delle società quotate, adottato dal Comitato per la *Corporate Governance* sin dal 1999; ii) l'istituto del voto di lista per l'elezione degli amministratori indipendenti di minoranza a tutela degli azionisti e dei risparmiatori, introdotto da Mario Draghi nel 1994; iii) i Principi italiani di *Stewardship*.

La solidità del nostro impianto normativo di *corporate governance* e i successi dell'attività di *stewardship* in senso lato che l'Associazione e le società di gestione hanno messo in campo non ci consente tuttavia di "dormire sugli allori" e viceversa ci impone di dare corso a una riflessione molto approfondita circa i profili evolutivi.

L'impegno degli investitori istituzionali verso il buon governo aziendale degli emittenti del nostro Paese, impegno tanto più meritorio in quanto svolto in un contesto politico di bassa attenzione alle rilevantisime esternalità positive della nostra industria, ci impone di assumere un ruolo di leadership sulle questioni di *corporate governance* anche rispetto ad un mondo che cambia, che aggiunge continuamente nuove complessità nella relazione tra *stakeholders* e nella gestione strategica delle risorse.

L'industria italiana del risparmio gestito si è tradizionalmente fatta parte attiva nel sostenere nelle sedi legislative e dare concreta attuazione al meccanismo del voto di lista. Più recentemente ha profuso molto impegno ed è sempre più coinvolta nel processo di diffusione e approfondimento dei temi legati alla *stewardship* anche sul piano internazionale. Le società di gestione del risparmio, infatti, in quanto *money manager*, esercitano i diritti e i doveri del mandatario gestore di cosa altrui, nel rispetto, quindi, dell'obbligo fiduciario che hanno nei confronti dei rispettivi clienti/investitori. Sono attualmente 130 i consiglieri e sindaci eletti per il tramite del Comitato dei gestori - supportato da un numero crescente di investitori internazionali - in poco meno di 60 società tra quelle a maggiore e media capitalizzazione nel mercato italiano.

A oltre vent'anni dalla presentazione dei primi candidati, il meccanismo del voto di lista è forse ormai pronto per essere sottoposto a un processo di *fine tuning*. Anche



alla luce dei risultati che negli anni questo meccanismo ha contribuito a raggiungere, direttamente e indirettamente, e delle capacità di adattamento che le disposizioni normative in merito hanno dimostrato di avere, eventuali migliorie potrebbero essere efficacemente apportate in regime di autoregolamentazione, attraverso apposite modifiche statutarie e con l'adozione di *best practice*, protocolli e codici di autodisciplina, a esito degli opportuni confronti.

A tal fine, l'Associazione ha deciso di promuovere un Convegno, che si terrà oggi stesso, al fine di contribuire alla definizione di una serie di proposte da discutere e condividere con gli emittenti e il mercato anche internazionale. Tali proposte dovrebbero andare nella direzione di rendere il meccanismo del voto di lista ancor più efficiente, trasparente e funzionale al raggiungimento delle diverse esigenze per le quali è stato pensato e di quelle che si sono manifestate nel corso della sua concreta attuazione. In particolare, oltre ai temi più strettamente connessi alle liste e alla ripartizione dei voti, saranno indagati anche i profili delle caratteristiche degli amministratori indipendenti, della figura del presidente del consiglio di amministrazione nonché, il ruolo degli investitori istituzionali. Nella elaborazione delle eventuali migliorie che saranno proposte sarà importante tenere nella dovuta considerazione, da una parte, sia il rispetto dei principi di funzionamento degli organi sociali sia il diritto delle maggioranze a controllare le società, e, dall'altra, i confini entro i quali gli investitori istituzionali – in quanto *money manager*, non *company manager* – si possono muovere senza contravvenire alle loro specificità e nella migliore tutela degli interessi dei loro clienti/investitori.

Questa riflessione sarà occasione sia per evidenziare i punti di forza del voto di lista, consolidatisi in questi anni di applicazione, sia per ripensarne eventualmente alcuni profili applicativi, alla luce, da una parte, della casistica emersa con l'esperienza e, dall'altra, dell'evoluzione a livello mondiale. Al di là delle specificità tecniche, infatti, la proposta e l'elezione di candidati nel consiglio di amministrazione delle società quotate anche da parte di soggetti diversi dall'*incumbent* (sia esso rappresentato dal consiglio di amministrazione uscente, come nell'esperienza statunitense, o dall'azionista di maggioranza/gruppo di controllo, più familiare ai contesti continentali) rappresenta un *fil rouge* sempre più nitidamente tratteggiato nelle esperienze comparate di governo societario.

Gli esempi sono molteplici. A partire dal 1992, una modifica legislativa *ad hoc* ha introdotto negli Stati Uniti la c.d. *short slate rule*, meccanismo che permette agli azionisti che vogliano presentare delle candidature per l'elezione nel *board*, senza puntarne alla maggioranza, di includere nella loro *proxy card* anche i nominativi a loro graditi proposti dagli *incumbent*. A ciò si affianca la crescente adozione volontaria, da parte delle società americane, del c.d. *proxy access*, che consente agli azionisti/gruppi di azionisti che rispettino alcuni requisiti di presentare propri candidati per l'elezione nel *board*, riservando loro una parte dei posti disponibili. Un rilevante esempio di *voice* riservata alle minoranze si ritrova poi nell'esperienza britannica: per l'elezione degli amministratori indipendenti delle società quotate nel segmento Premium in cui è presente un azionista di controllo è infatti necessaria anche l'approvazione della maggioranza degli azionisti di minoranza.



Nella tradizione tedesca, sintonica con quella d'oltralpe in alcuni aspetti, accanto al generale diritto per ogni azionista di presentare propri candidati, è previsto il diritto di nomina di una parte del consiglio di sorveglianza – addirittura fino alla metà dei componenti, nelle società di grandi dimensioni – da parte dei dipendenti della società, sancito esplicitamente dalla legge. Ulteriori esperienze, infine, si possono annoverare anche in Spagna, Svezia, Israele, Brasile, Portogallo e Turchia.

Se dunque il contesto internazionale conferma il consolidarsi della tendenza degli ordinamenti a riconoscere anche ad “altri” soggetti, diversi dall'*incumbent*, una riserva di posti nei *board* e lo sviluppo di sistemi che, seppur diversi nella loro applicazione, hanno comunque questa finalità, il voto di lista cessa quindi di dover essere considerato un'anomalia, come avveniva fino a pochi anni fa (specialmente a opera dei suoi detrattori), per essere riconosciuto – a pieno titolo – come una delle diverse modalità possibili.

Il sistema del voto di lista ha ormai da tempo caratteristiche ben definite e ha raggiunto negli anni diversi risultati. Vale la pena sottolineare, in primo luogo, gli effetti sul tasso di partecipazione assembleare: anche in ragione della possibilità di partecipare alla composizione degli organi sociali, eleggendone alcuni membri, un numero sempre crescente di investitori istituzionali ha esercitato negli anni i diritti di voto nelle assemblee.

Il voto di lista ha anche consentito agli investitori istituzionali di esercitare un *engagement* sempre più maturo con gli emittenti quotati partecipati. Proprio gli amministratori indipendenti (e i sindaci) da loro eletti hanno potuto svolgere, con la loro stessa presenza, un costante monitoraggio delle dinamiche interne alle società e un *engagement* costruttivo, potendo avviare all'occorrenza il dialogo e il confronto diretto nell'ambito degli organi sociali di cui sono componenti.

Da ultimo voglio ricordare l'impegno assunto dal nostro Consiglio affinché l'Italia ed in particolare l'Assogestioni ospitino a Milano la conferenza annuale della ICGN a giugno 2018. Si tratta di una conferenza che è andata acquisendo sempre maggiore rilevanza per quanto riguarda l'elaborazione e la proposizione della buona *corporate governance* a livello globale, facendo sedere ad un unico tavolo i protagonisti sia sul lato della gestione degli attivi che su quello delle società emittenti. L'onere che ci siamo accollati è notevole, ma anche l'orgoglio di vedere riconosciuto da un tale consesso il lavoro eccezionale svolto dalla nostra industria e dell'Associazione.

### **6.3 MiFID II: le nuove sfide della *product governance* e della trasparenza informativa per la gestione e la distribuzione**

Con il 2018 la direttiva MiFID II e tutte le misure ad essa collegate entreranno in vigore, modificando in maniera certamente incisiva il quadro delle modalità operative verso i risparmiatori delle società che offrono servizi di collocamento e di consulenza ma anche più complessivamente i profili di responsabilità e gli oneri che discendono dall'offerta di prodotti di risparmio gestito.



Le società di gestione sono pienamente consapevoli del ruolo di primo piano che esse dovranno giocare in collaborazione con i distributori per conservare, e anzi incrementare, il rapporto di fiducia e la qualità del servizio per i risparmiatori.

Proprio per questo sarà massimo l'impegno dell'Associazione affinché la normativa nella sua concreta interpretazione ed applicazione preservi il massimo grado di funzionalità a beneficio del cliente ed si ponga come obiettivo primario l'intelligibilità delle informazioni che vengono rese al risparmiatore.

Questo obiettivo sembra talvolta perdersi nei complessi processi di elaborazione della normativa a livello europeo, si veda l'esito finora dell'attuazione sul piano tecnico degli standard informativi che discendono dalla Direttiva PRIIPs.

Giova in primo luogo ripercorrere l'impianto normativo della MiFID e tracciare le linee lungo le quali sarebbe più appropriato svilupparne l'attuazione, al fine di evitare di ripetere i contorcimenti della direttiva PRIIPs, i ritardi e probabilmente gli elementi di distorsione informativa che l'hanno caratterizzata contro ogni buona intenzione iniziale.

Il Regolamento (UE) 2016/1033 e la Direttiva 2016/1034/UE, entrambi datati 23 giugno 2016, hanno rinviato di un anno l'entrata in vigore e il termine di trasposizione nei singoli ordinamenti nazionali del Regolamento (UE) 600/2014 (MiFIR) e della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II). In forza di questi provvedimenti, pertanto, il nuovo termine di trasposizione è stato fissato al 3 luglio 2017, mentre l'entrata in vigore è prevista per il 3 gennaio 2018. La scelta, dettata dalla necessità di fornire più tempo per la predisposizione delle disposizioni delegate ha consentito di continuare nel corso del 2016 la definizione dei provvedimenti attuativi di livello 2, così come di iniziare ad elaborare misure di livello 3 da parte di ESMA.

Per quanto riguarda le misure attuative, di particolare interesse sono il Regolamento delegato della Commissione del 25 aprile 2016 che integra MiFID II per quanto attiene ai requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini della direttiva (Regolamento delegato) nonché la Direttiva delegata della Commissione del 7 aprile 2016 che integra MiFID II per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di *governance* dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o la ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari (Direttiva MiFID II di livello 2). Per entrambi i provvedimenti si è in attesa della pubblicazione dei testi nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea.

L'Associazione ha monitorato, anche partecipando ai tavoli di lavoro EFAMA, i lavori di definizione delle misure di livello 2 della disciplina MiFID. Durante questo primo semestre del 2017 l'Associazione sta anche partecipando attivamente alla formulazione di proposte delle misure di livello 3 che sono in fase di definizione da parte dell'ESMA. E ciò in particolare con riferimento a tre profili: (i) *product governance*, (ii) trasparenza sui costi e oneri; (iii) incentivi, con particolare *focus*, sul pagamento dei servizi di ricerca.



L'introduzione della *product governance* risponde all'esigenza di assicurare, sin dalla fase di ideazione del prodotto e nella successiva attività di distribuzione, la coerenza rispetto ai bisogni e alle esigenze finanziarie della clientela *target*. L'applicazione di tale disciplina dovrebbe dunque consentire una "prevenzione" dei fenomeni di *mis-selling* e dei relativi danni per il cliente.

Alla luce delle disposizioni della Direttiva MiFID II di livello 2 e dei lavori di ESMA di preparazione delle misure di livello 3 permangono delle rilevanti questioni aperte sulle quali l'Associazione sta lavorando tanto a livello europeo quanto a livello nazionale.

In primo luogo, l'Associazione ha sottolineato l'esigenza di standardizzare l'identificazione del *target market* di UCITS e FIA: solamente adottando un linguaggio comune tra produttori, infatti, sarà possibile non solo semplificare il rapporto tra produttori e distributori, ma anche salvaguardare i modelli distributivi basati sull'architettura aperta; in alternativa i distributori dovrebbero utilizzare *target market* individuati in maniera molto diversa dai singoli produttori.

In secondo luogo l'Associazione si è soffermata sul tema legato all'approccio di portafoglio, tenuto conto che la proposta dell'ESMA limita, di fatto, questa modalità distributiva. Al fine di salvaguardare l'approccio di portafoglio, senza al contempo svuotare di contenuto la disciplina sul *target market*, l'Associazione ha proposto all'ESMA di considerare nel *target market* del produttore l'indicazione della modalità di utilizzo dello strumento, cioè se lo strumento sia adatto per essere venduto singolarmente e/o come componente di un portafoglio di investimento. In questo ultimo caso, il distributore non dovrebbe prendere in considerazione la tolleranza al rischio e l'orizzonte temporale del singolo prodotto, ma dovrebbe analizzarli in correlazione con quelli già presenti nel portafoglio del cliente.

Altro argomento affine e centrale nella prospettiva delle Sgr è dato dalla qualificazione del servizio di gestione individuale di portafogli. Nella prospettiva dell'Esma questa è una forma di "distribuzione del prodotto". Secondo questa ricostruzione il gestore individuale dovrebbe tenere conto dei *target market* dei singoli strumenti. Sul punto l'Associazione ha sottolineato come questa impostazione sia in netto contrasto con l'essenza stessa della gestione individuale ove le scelte di investimento sono effettuate, per conto del cliente, da un intermediario dotato di competenze specifiche e chiamato ad assicurare una compiuta valutazione nel continuo, nell'interesse del cliente medesimo. In tal caso, ad avviso dell'Associazione, le regole di *product governance* dovrebbero applicarsi al servizio di gestione e non ai singoli strumenti inseriti nella gestione offerta al cliente.

Altro tema particolarmente rilevante sia sotto il profilo degli impatti organizzativi sia per quanto attiene all'intelligibilità per il risparmiatore è quello rappresentato dalla disciplina sulla trasparenza dei costi e oneri, almeno secondo i seguenti due profili: (i) direttamente quali prestatori del servizio di gestione di portafogli; (ii) indirettamente quali gestori degli OICR distribuiti dai collocatori.



I principali profili di attenzione della disciplina recata da MiFID II riguardano: (i) le informazioni sui costi dei fondi che “dovrebbero” essere comunicate dalle SGR ai distributori ai fini di consentire agli stessi l’adempimento dei nuovi obblighi informativi; (ii) l’ambito di applicazione dell’informativa *ex ante* ed *ex post* relativa al servizio di gestione di portafogli e, cioè, se l’informativa dei costi e oneri sul servizio di gestione possa considerarsi comprensiva (o assorbente) l’informativa sui costi e oneri degli strumenti finanziari inclusi nella gestione stessa.

Su questi temi l’Associazione sta lavorando attivamente sia a livello europeo che a livello nazionale per evitare che la nuova disciplina sia fonte di incertezza per il cliente nella ricostruzione del livello effettivo dei costi del prodotto se non, addirittura, elemento potenzialmente decettivo con riguardo alla sua valutazione circa la convenienza del prodotto stesso.

#### **6.4 Considerazioni finali**

Complessivamente mi pare di poter affermare che, a fronte di sfide sempre più complesse, di notevoli incertezze sul piano macroeconomico, istituzionale e politico, dobbiamo e possiamo guardare avanti con ottimismo, consapevoli che la funzione svolta dal risparmio gestito a beneficio dei risparmiatori e della crescita complessiva del Paese anche sotto il profilo delle competenze e della valorizzazione dei talenti è insostituibile e che la rappresentanza in sede istituzionale dei problemi e delle soluzioni che sapremo via via indentificare riceveranno necessariamente massima attenzione e porteranno valore a tutti i nostri interlocutori.