



ASSEMBLEA ORDINARIA

28 marzo 2018, ore 12:00

ODG 1. Relazione del Presidente





Sommario

1. Introduzione: gli importanti risultati per il 2017.....	5
1.1 Il successo dei PIR	5
1.2 Attuazione dei Principi italiani di <i>Stewardship</i>	8
1.3 L'impegno per la formazione e la seconda edizione del progetto 'Capitale Umano'	9
2. Quadro di mercato	10
2.1 I fondi aperti	11
2.2 Le gestioni di portafoglio.....	14
2.3 I fondi chiusi immobiliari.....	15
3. L'evoluzione del quadro normativo e fiscale.....	17
3.1 Regolamentazione nazionale	17
3.2 Regolamentazione europea e internazionale	25
3.3 I principali dossier fiscali.....	34
3.4 La previdenza complementare	37
3.5 Autoregolamentazione	39
4. <i>Corporate governance</i>	42
4.1 L'attività dell'Associazione nel 2017	42
4.2 L'attività del Comitato dei gestori	42
4.3 Finanza sostenibile.....	44
5. Educazione finanziaria, comunicazione e capitale umano	46
5.1 Salone del risparmio.....	46
5.2 Educazione finanziaria	46
5.3 Comunicazione continua	47
6. Conclusioni: prospettive per il 2018	48
6.1 CMU: verso una maggiore integrazione europea	48
6.2 MiFID II: l'evoluzione del rapporto produttore-distributore	48
6.3 I PEPPs, l'iniziativa europea per le pensioni individuali.....	49
6.4 Prospettive evolutive della <i>corporate governance</i>	49
6.5 Considerazioni finali.....	50





1. Introduzione: gli importanti risultati per il 2017

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 2017 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 97 miliardi di euro, in continuità con un cammino di espansione iniziato alla fine del 2012.

In prospettiva storica lo sviluppo degli ultimi quattro anni (427 miliardi di raccolta tra fondi e gestioni) è superiore 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 Il successo dei PIR

I Piani Individuali di Risparmio a lungo termine hanno tagliato il traguardo del primo anno di vita con un risultato straordinario. Introdotti dalla Legge di Bilancio approvata a fine 2016, durante il loro primo anno di vita i PIR hanno raccolto circa 11 miliardi di euro di risparmi delle famiglie italiane. A dicembre 2017 fanno segnare un patrimonio gestito complessivo di 15,8 miliardi.

Due terzi dei 64 fondi aperti PIR *compliant* censiti a fine anno, per un controvalore di circa 8 miliardi, sono stati lanciati successivamente all'entrata in vigore delle agevolazioni fiscali. La restante quota di fondi (altri 7,8 miliardi di masse) è rappresentata da prodotti già presenti sul mercato e in buona parte specializzati sull'azionario italiano, i cui regolamenti sono stati adeguati per incorporare le condizioni previste della disciplina dei PIR con particolare riferimento ai vincoli di investimento.

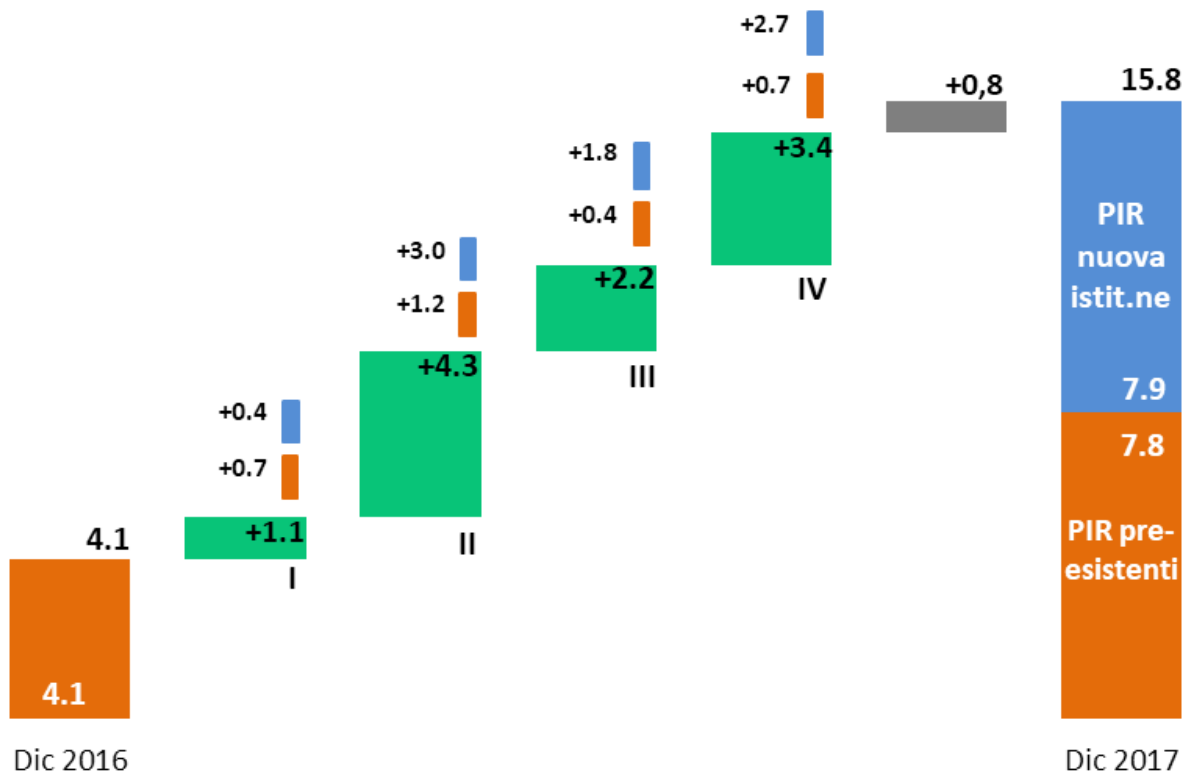


Figura 1. Fondi aperti PIR *compliant*. Patrimonio gestito e raccolta netta trimestrale. Miliardi di euro, 2017.

Per quanto attiene alla dinamica della raccolta nel secondo trimestre 2017 si è registrata una prima decisa accelerazione, in corrispondenza dell'arrivo sul mercato di un elevato numero di prodotti (a fine giugno si contavano già 48 fondi). Dopo la fisiologica flessione estiva la raccolta è risalita a più di un miliardo al mese, livello che ci aspettiamo possa essere mantenuto, se non superato, lungo tutto l'anno corrente.

Oggi, a poco più di un anno dal debutto del primo Piano individuale di risparmio, quasi tutti gli operatori hanno nel loro ventaglio di offerta uno o più fondi PIR. Guardando alle categorie di prodotti il 34% dell'offerta, in termini di patrimonio, è composta da fondi azionari specializzati nel mercato italiano, mentre una quota ancora più elevata, ovvero il 39%, è rappresentata da fondi bilanciati. Un altro 26% delle masse, poi, è confluito in fondi flessibili.

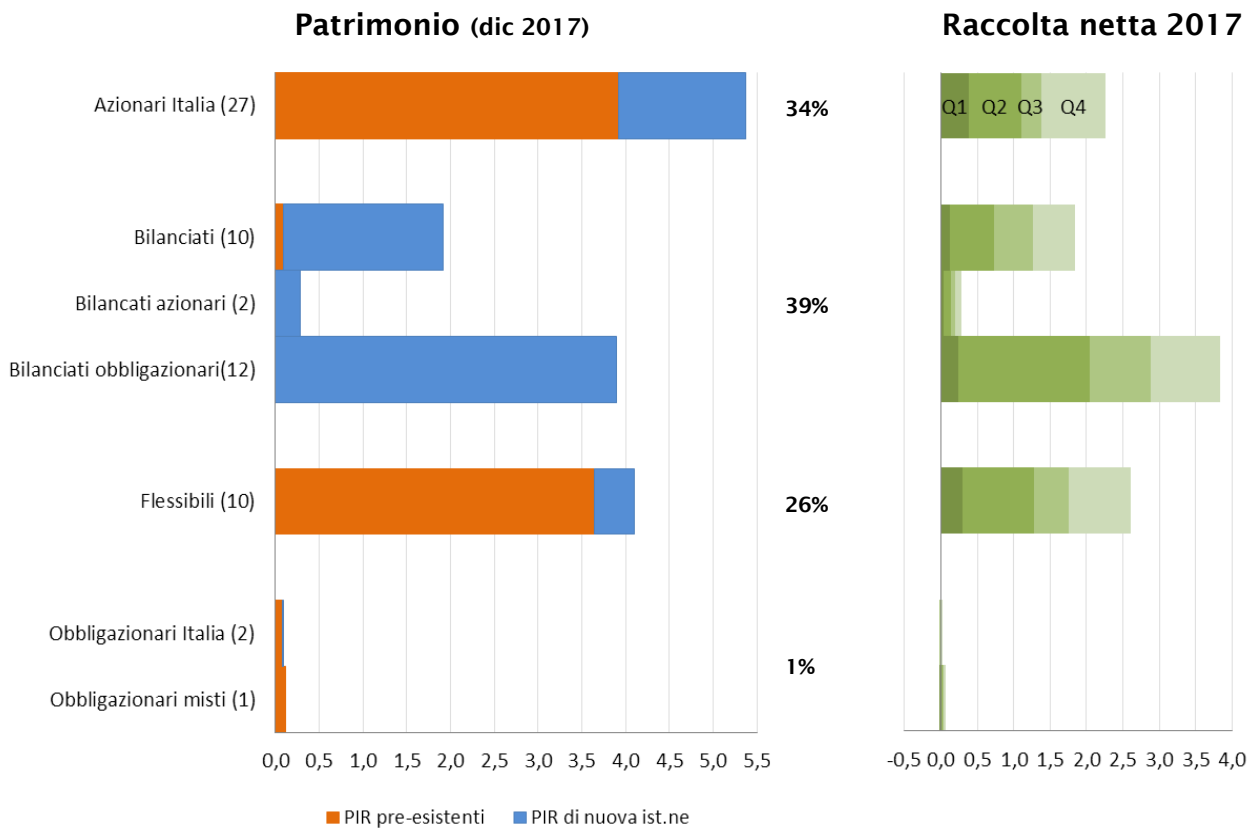


Figura 2. Fondi aperti PIR *compliant* per categoria. Patrimonio gestito e raccolta netta trimestrale. Miliardi di euro. Numero di fondi tra parentesi.

C'è un generale consenso sul fatto che il PIR sia uno strumento che in questa sua prima fase ha dato un'ottima prova di sé. L'impatto sul mercato azionario italiano, soprattutto sui suoi segmenti meno capitalizzati, è stato forte ma tutto sommato ordinato, quindi in ultima analisi positivo.

Questo giudizio trova fondamento nei dati di portafoglio in nostro possesso: anticipando alcuni dei numeri che verranno presentati al Salone del Risparmio, l'investimento medio dei PIR in azioni e obbligazioni di emittenti *non appartenenti* all'indice FTSE MIB si attesta, sulla base di dati preliminari, al 42% del portafoglio. Esattamente il doppio del minimo imposto dalla normativa per godere dei benefici fiscali. Inoltre il peso delle partecipazioni dei PIR sul flottante dei segmenti *mid cap*, *small cap* e AIM Italia è compreso tra il 7% e il 9%; si tratta di percentuali di tutto rispetto anche considerata la giovane età di questi prodotti.

Anche dal fronte dei mercati si registrano segnali molto incoraggianti. Si veda, ad esempio, quanto successo nel corso del 2017 sull'AIM Italia: la raccolta di nuovo capitale da parte delle 24 società approdate al listino dedicato alle PMI si è attestata a 1,2 miliardi di euro, cifra superiore rispetto a quella fatta segnare negli otto anni precedenti.



I PIR sono quindi stati un elemento determinante per la crescita di interesse per la quotazione da parte delle imprese di media capitalizzazione. Interesse che riteniamo destinato a crescere di pari passo con l'ammontare dei risparmi raccolti dai Piani in un circolo virtuoso che ci auguriamo possa presto estendere i suoi benefici anche al segmento dei *minibond*. Segmento che, guardando i dati di portafoglio, è stato finora poco considerato da parte dei gestori. Probabilmente a ragione dell'elevata parcellizzazione delle emissioni e della necessità di far sviluppare in maniera adeguata portafogli-veicolo istituzionali quali i fondi chiusi di *private debt*.

In conclusione possiamo affermare che i PIR, nati da un'intuizione dell'Associazione risalente a quasi dieci anni fa, in un solo anno di vita hanno già fatto molta strada e si prefigurano come un pilastro essenziale di una ponderata strategia di investimento a medio-lungo termine, alla portata delle famiglie, conveniente sotto il profilo fiscale e con comprovati, benefici effetti sul mercato dei capitali del nostro Paese.

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 alcuni 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 2013 si è finalmente fatto un primo passo importante di trasparenza e responsabilità verso il mercato e i nostri clienti, con l'approvazione dei Principi italiani di *Stewardship* per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate. I Principi hanno poi subito una revisione, 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 ha ritenuto di prevedere un termine di applicazione dei Principi ma, per dare nuovo vigore all'autodisciplina, questi sono oggetto di monitoraggio sul relativo stato di applicazione a partire dall'esercizio 2015. Al 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 il primo anno 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. Nel 2017 le società coinvolte sono state 18, di cui 13 italiane, con un totale di capitale gestito pari a circa 2.160 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*.



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 la seconda edizione 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 nona 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.

Nel 2017 si è svolta con successo la prima edizione del programma Il tuo capitale umano (ICU), un progetto nato con lo scopo di avvicinare l'industria del risparmio gestito ai giovani talenti e rilanciare la nostra industria come "*employer*" attraente.

L'iniziativa ha anche l'obiettivo di promuovere la *diversity* nell'industria nella convinzione che una maggior varietà di profili e di percorsi possa essere una fonte di arricchimento delle nostre risorse umane.

Il programma di ICU si articola in tre momenti: una serie di incontri negli atenei italiani dove gli studenti hanno la possibilità di conoscere le caratteristiche chiave del settore e le competenze principali richieste dalle SGR; una giornata di formazione e orientamento durante il Salone del Risparmio - quest'anno prevista per il 12 aprile; la possibilità per i ragazzi di partecipare alle selezioni per tirocini formativi messi a disposizione dalle società aderenti al programma.

Il successo dell'edizione 2017 - che ha visto il coinvolgimento di circa un migliaio di studenti, oltre 250 colloqui di selezione e una quarantina di tirocini avviati, molti trasformati poi in opportunità di impiego a tempo indeterminato nelle nostre SGR - ha portato alla decisione di proseguire su questo cammino e aprire la seconda edizione, già in corsi di svolgimento. Analogamente allo scorso anno, il programma di incontri con gli studenti culminerà con la giornata dedicata ad ICU il 12 aprile nell'ambito del Salone del risparmio.



2. Quadro di mercato

Nel 2017 la nostra industria ha messo a segno risultati di particolare rilievo. Nell'arco di dodici mesi la raccolta netta complessiva ha infatti raggiunto quota 97 miliardi di euro, in forte ripresa rispetto al 2016 (quando furono raccolti 56 miliardi) e in continuità con un cammino di espansione iniziato alla fine del 2012.

In prospettiva storica lo sviluppo registrato negli ultimi quattro anni (427 miliardi di raccolta tra fondi e gestioni) è superiore 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 2017 esso sfiorava, infatti, i 2.090 miliardi di euro, facendo segnare un incremento su base annua superiore al 7%.

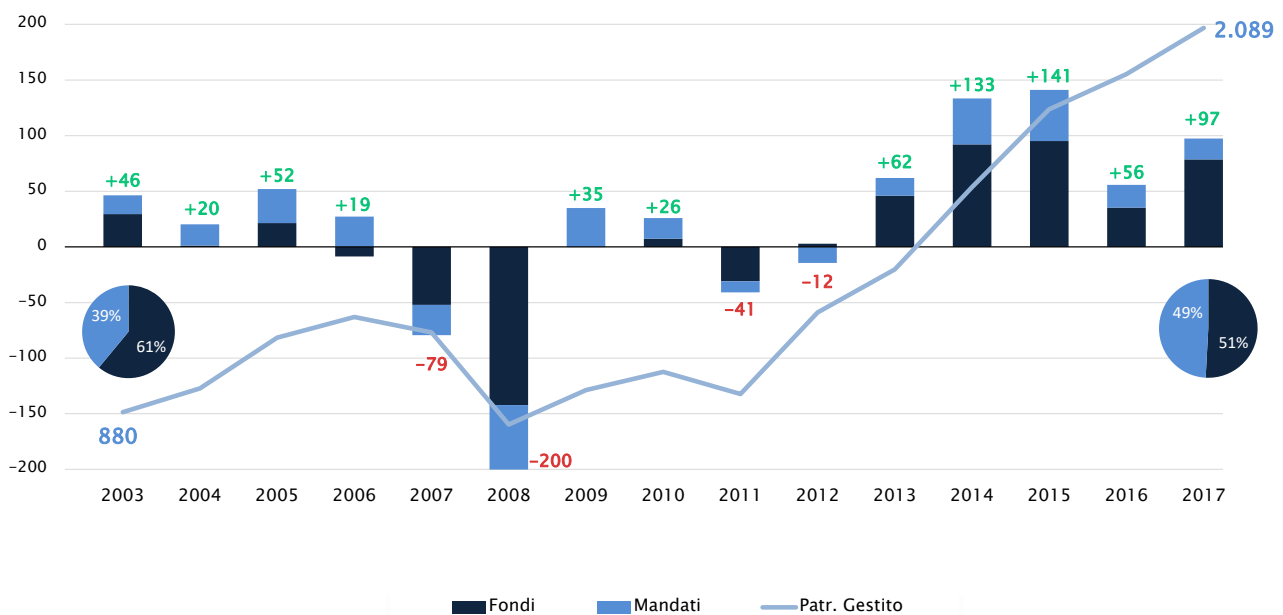


Figura 3. Patrimonio gestito e raccolta (miliardi di euro) suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anni 2003-2017.

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 43% e il 6% del totale) e i prodotti di gestione collettiva (fondi comuni aperti e chiusi, rispettivamente il 49% e il 2% del totale).

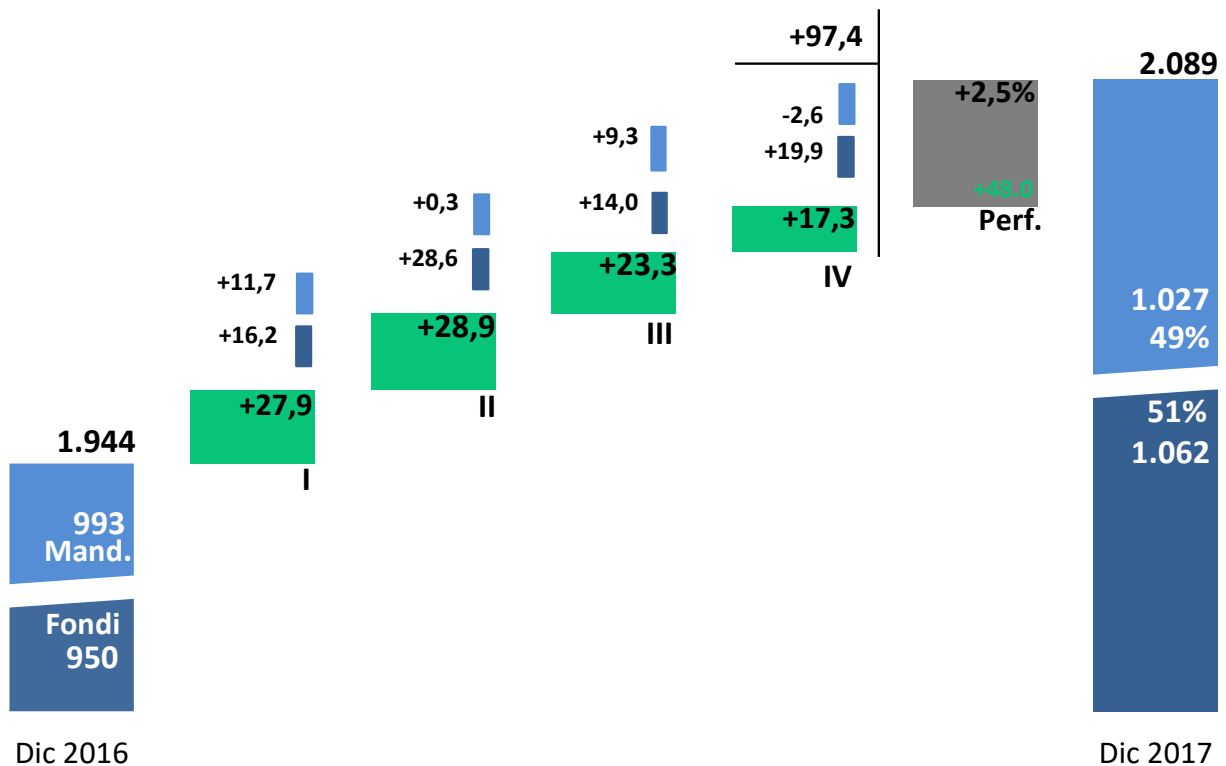


Figura 4. Patrimonio gestito, raccolta netta trimestrale (miliardi di euro) ed effetto *performance* suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anno 2017.

2.1 I fondi aperti

Come nel quadriennio 2013-2016, anche lo scorso anno il maggior contributo alla crescita dell'industria è venuto dai fondi aperti, con una raccolta di 77 miliardi di euro.

A fine anno il patrimonio complessivo dei fondi risulta pari a 1.011 miliardi di euro. Il 26% è rappresentato da prodotti istituiti in Italia, un altro 31% 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 43% è rappresentato da fondi istituiti fuori dal nostro Paese da gruppi di gestione internazionali.

Nel corso dell'anno la raccolta netta dei prodotti italiani si è attestata a 15,8 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* hanno raccolto poco più di 24 miliardi. I fondi promossi da gestori internazionali hanno consolidato ulteriormente la propria presenza nel nostro mercato, raccogliendo circa 37 miliardi di euro.

In considerazione del ruolo importante che gli sportelli bancari ricoprono nella distribuzione dei prodotti finanziari, la crescita del settore, in atto dalla seconda



metà del 2012, può essere spiegata, almeno in parte, come l'effetto 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.

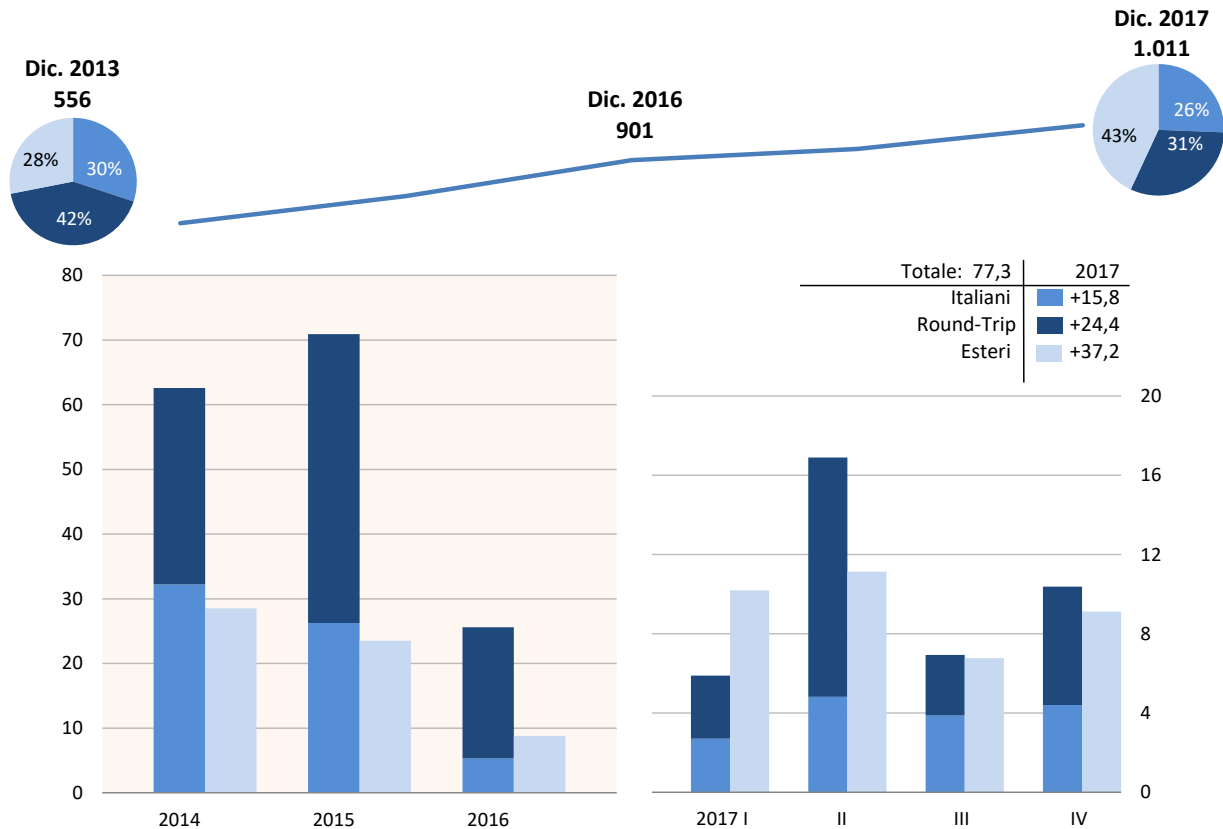


Figura 5. Fondi aperti: patrimonio gestito e raccolta per diritto del prodotto (miliardi di euro). Anni 2014-2017.

Analizzando i dati di raccolta per *asset class*, si può osservare che, nel complesso, i fondi azionari hanno goduto di un buon favore da parte dei risparmiatori. Valori positivi degni di nota sono presenti tra i prodotti a vocazione internazionale e settoriale, ma anche tra le gestioni orientate verso il nostro Paese (complice il successo dei PIR) e l'Europa. I fondi bilanciati hanno fatto registrare valori di raccolta positivi per più di 17 miliardi.

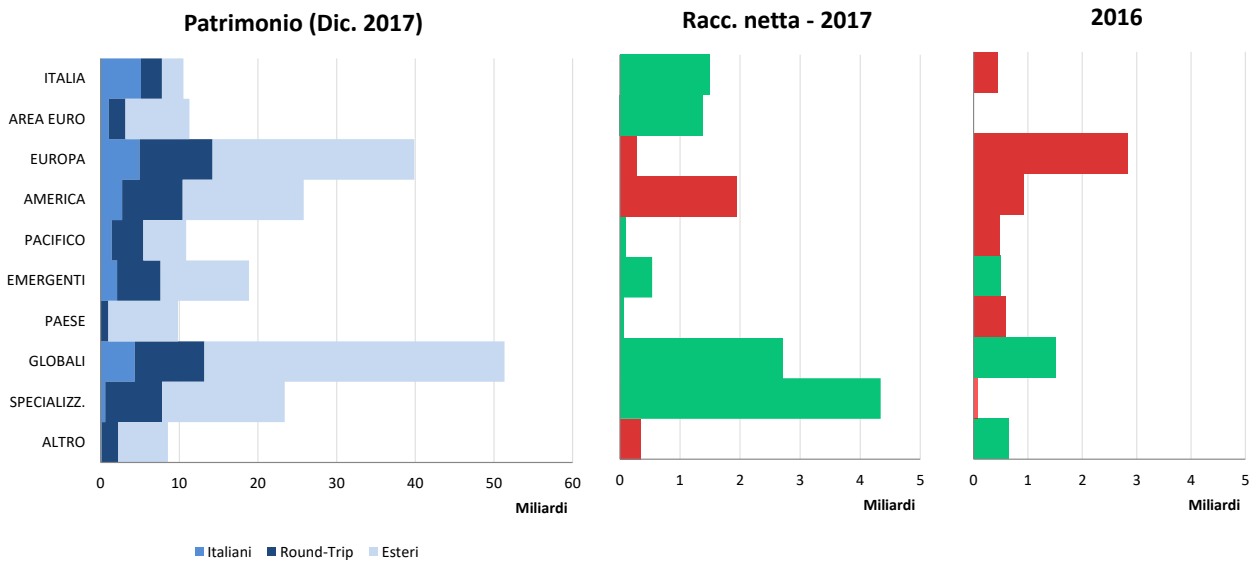


Figura 6: Fondi aperti azionari. Patrimonio e raccolta netta (miliardi di euro).

Il comparto dei fondi obbligazionari ha registrato nel complesso una raccolta superiore ai 29 miliardi. I flussi, in particolare, si sono concentrati sui fondi caratterizzati dall'ampiezza della delega (obbligazionari flessibili, +19,5 miliardi, sui prodotti a vocazione internazionale (globali e paesi emergenti, +9,4 miliardi) ed infine su quelli ad elevata specializzazione della politica di investimento (4,2 miliardi).

Anche nel 2017 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 in molti casi 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 (più di 21 miliardi).

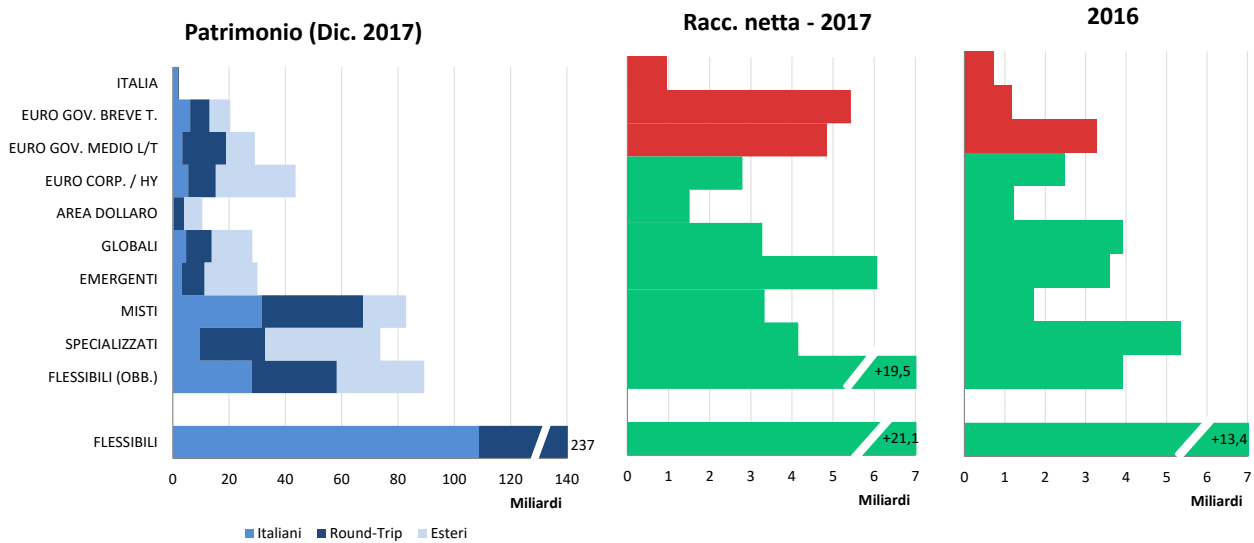


Figura 7: Fondi aperti obbligazionari e flessibili. Patrimonio e raccolta netta (miliardi di euro).

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 49% della fine del 2017, equivalente a 1.026 miliardi di euro.

Nel mercato dei servizi di gestione di portafoglio, quelli dedicati alle compagnie di assicurazione rappresentano la parte più rilevante (70%). Nel complesso queste affidano alle SGR la gestione di attivi relativi a polizze tradizionali e *linked* per un ammontare di 717 miliardi.

I mandati conferiti dalle forme di previdenza ammontano a 97,6 miliardi di euro, pari al 9,5% del totale delle gestioni di portafoglio. Le dimensioni relativamente modeste di questo segmento sono da attribuire al noto ancora insufficiente sviluppo del risparmio previdenziale nel nostro Paese.

Il 13% delle gestioni di portafoglio, pari a quasi 135 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.

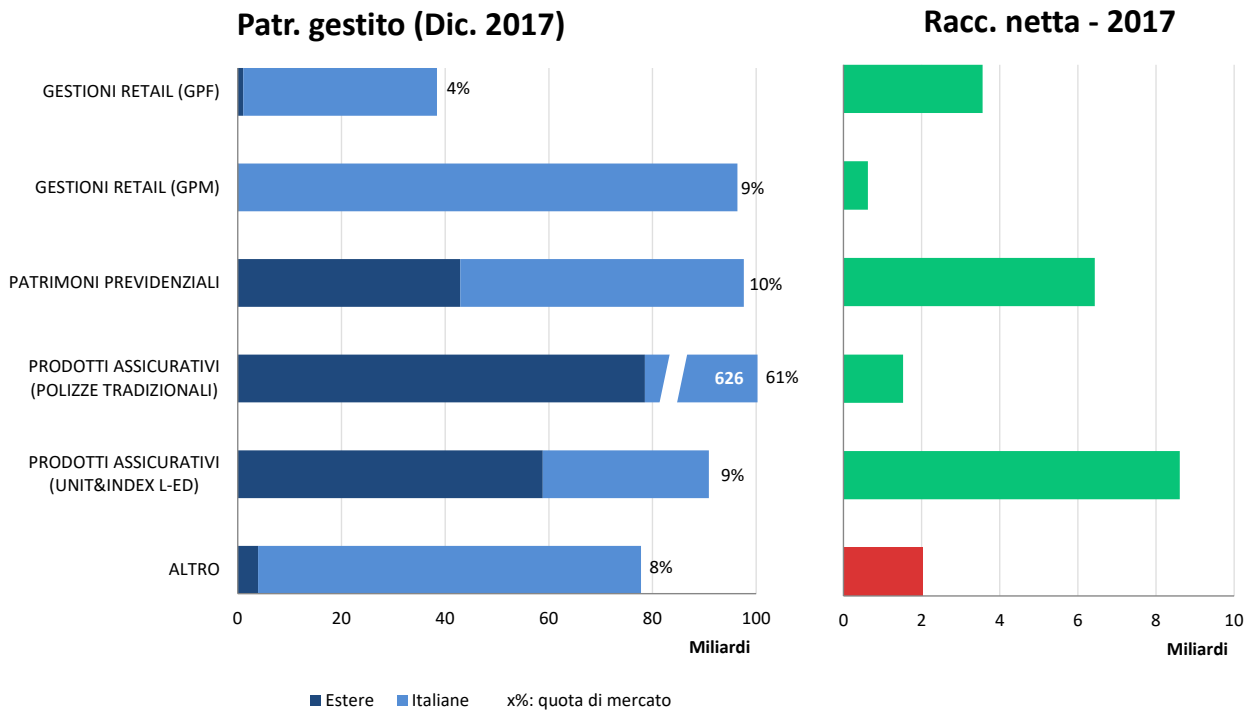


Figura 8. Gestioni di portafoglio. Patrimonio e raccolta netta (miliardi di euro).

2.3 I fondi chiusi immobiliari

A fine 2017 il totale delle attività dei fondi immobiliari censiti da Assogestioni è di 48,5 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 18% dell'attivo.

Il comparto risulta dominato dai fondi riservati agli investitori istituzionali: si tratta di più di 270 prodotti che rappresentano il 93% 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 (87% il dato medio). La ripartizione degli investimenti immobiliari per destinazione d'uso vede la prevalenza dei cespiti adibiti a uffici (44%) e di quelli commerciali (19%). La ripartizione per area geografica è caratterizzata dalla prevalenza di immobili localizzati nell'area del Nord Ovest (47%) e nel Centro Italia (30%).

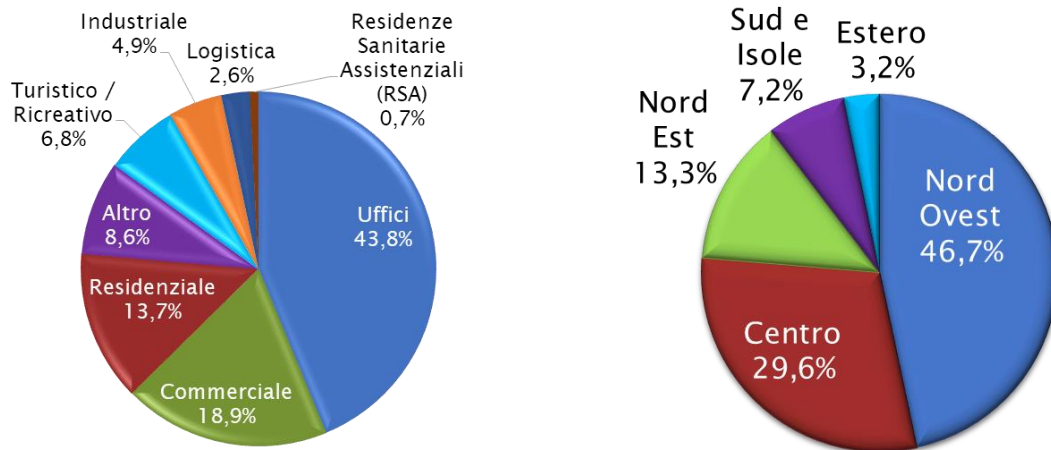


Figura 9: Fondi immobiliari. Ripartizione delle attività per destinazione d'uso e area geografica. Giugno 2017.



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

Lo scorso 24 maggio sono entrate in vigore le ultime modifiche apportate alla disciplina secondaria di settore volte a completare il recepimento in Italia della direttiva 2014/91/UE (c.d. UCITS V). Si tratta, in particolare, dell'Atto di modifica del Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob, ai sensi dell'articolo 6, comma 2-bis del Testo Unico della Finanza e della Delibera Consob n. 19974 del 27 aprile 2017 recante "Modifiche al regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera 14 maggio 1999, n. 11971 e successive modificazioni".

(i) Con la delibera n. 19974 del 27 aprile 2017 la Consob ha recepito nell'ordinamento italiano le norme recate dalla direttiva 2014/91/UE (c.d. UCITS V) relative all'informativa da rendere relativamente al depositario e alle politiche di remunerazione. Le modifiche attuative delle nuove previsioni della UCITS V sul depositario hanno ampliato lo spettro di informazioni che devono essere fornite nel prospetto, avuto riguardo a quelle concernenti i conflitti di interesse che possono sorgere tra l'OICR, il gestore, gli investitori e il depositario, alle informazioni relative all'eventuale delega delle funzioni di custodia nonché al regime di responsabilità per la perdita degli strumenti finanziari tenuti in custodia e per l'inosservanza della disciplina al medesimo applicabile.

In tale contesto, l'Assogestioni ha fornito alcuni chiarimenti in ordine alle modalità di aggiornamento/rappresentazione delle informazioni sulle politiche di remunerazione nel caso di: (i) OICR la cui offerta sia stata chiusa prima dell'entrata in vigore della Delibera; (ii) OICR la cui offerta sia stata avviata dopo l'entrata in vigore della Delibera, ma prima dell'approvazione della politica di remunerazione (conforme alle disposizioni della Parte 5, Titolo III e all'Allegato 2 del Regolamento congiunto) da effettuarsi entro il 30 giugno 2017.

(ii) Le modifiche al Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob completano il recepimento della disciplina sulle politiche di remunerazione di gestori di OICVM, sostituendo con un nuovo testo il Titolo III (Requisiti organizzativi-prudenziali in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione) e l'Allegato 2 (Politiche e prassi di remunerazione e incentivazione): l'intervento normativo persegue l'obiettivo ultimo di delineare una disciplina unitaria ed organica per l'intera industria del risparmio gestito, applicabile pertanto in maniera omogenea sia ai gestori di FIA che a quelli di OICVM.

In particolare, le nuove previsioni del Regolamento congiunto: i) estendono il campo di applicazione delle regole sulle remunerazioni, precedentemente riferito ai soli gestori di FIA, alle società di gestione di OICVM; ii) introducono alcune precisazioni in materia di ruolo degli organi sociali; iii) disciplinano la struttura della remunerazione complessiva, fornendo alcune indicazioni sulla remunerazione in strumenti finanziari; iv) precisano la portata del principio di proporzionalità nonché



le modalità di applicazione delle regole per i gestori appartenenti a gruppi bancari o di SIM.

Per quanto riguarda il principio di proporzionalità, le Autorità nazionali, accogliendo le richieste dell'Associazione, hanno confermato l'approccio regolamentare seguito in occasione del recepimento della direttiva AIFM, secondo il quale i gestori di dimensioni ridotte e/o meno articolate possono disapplicare alcune previsioni quantitative di maggior dettaglio concernenti la disciplina delle remunerazioni, sulla base di una puntuale valutazione svolta dai medesimi in ordine alla loro non significatività. Inoltre, al fine favorire la corretta applicazione del principio di proporzionalità in relazione alle caratteristiche del gestore, il Regolamento individua una soglia quantitativa al di sopra della quale i gestori devono considerarsi in ogni caso significativi e, pertanto, tenuti ad applicare la disciplina sulle remunerazioni nella sua interezza.

Per il personale del gestore identificato come "personale più rilevante" per il gruppo bancario o di SIM di appartenenza ai sensi del Regolamento delegato (UE) n. 604/2014, resta ferma l'applicazione dei principi e delle regole previste per il "personale più rilevante" del gruppo, secondo quanto stabilito dalle disposizioni nazionali di attuazione della CRD, anche con riferimento al rapporto tra la componente variabile e la componente fissa della remunerazione: tuttavia, la circostanza per cui il Regolamento non fa espresso riferimento alla misura del *cap* previsto dalla disciplina bancaria consente - in accoglimento della posizione manifestata da questa Associazione in sede di consultazione - un maggiore margine di flessibilità laddove il quadro normativo possa svilupparsi in senso favorevole alla disapplicazione di tale previsione nei confronti dei gestori appartenenti ai gruppi bancari o di SIM.

L'Associazione nell'ambito di una specifica circolare, oltre ad inquadrare e sistematizzare complessivamente la nuova disciplina, tenendo conto degli orientamenti delle autorità competenti, ha provveduto, *inter alia*, a fornire alcune prime indicazioni a proposito della concreta applicazione delle regole in tema di remunerazione in strumenti finanziari, le quali hanno sollecitato maggiormente l'attenzione delle associate e dell'industria in generale.

Più nel dettaglio, le predette indicazioni hanno riguardato i seguenti temi: i) la delimitazione delle ipotesi di applicabilità dell'obbligo di corrispondere il minimo del 50% della remunerazione variabile in quote o azioni di OICVM o FIA; ii) l'ordine di priorità nella selezione degli strumenti finanziari utilizzabili ai fini della remunerazione; iii) l'obbligo di pagamento di una quota della remunerazione variabile in strumenti finanziari nei confronti di tutto il personale più rilevante; iv) i criteri da adottarsi nella selezione degli strumenti finanziari oggetto di remunerazione rispetto al personale che assuma rischi prevalentemente inerenti alla gestione di specifici OICR; v) i criteri per garantire la conformità alla normativa rispetto alle ipotesi di personale più rilevante addetto a forme di gestione del risparmio che non hanno ad oggetto OICVM e/o FIA ovvero di personale più rilevante che non operi per singolo OICR gestito bensì per asset class e/o strategie



di investimento; vi) i criteri di remunerazione in strumenti finanziari adottabili per il personale del gestore identificato come *risk taker* per il gruppo bancario o di SIM.

3.1.2 Recepimento della direttiva MiFID II

Nella Gazzetta Ufficiale, Serie generale n. 198 del 25 agosto 2017 è stato pubblicato il decreto legislativo 3 agosto 2017 n. 129 che dà attuazione alla direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e adegua la normativa nazionale al Regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR). Il Decreto, entrato in vigore il 26 agosto 2017, apporta modifiche al TUF. Le nuove disposizioni si applicano dallo scorso 3 gennaio.

Nel Supplemento Ordinario n. 7 alla Gazzetta Ufficiale, Serie Generale n. 41 del 19 febbraio 2018, è stata pubblicata la Delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 concernente il nuovo Regolamento Intermediari.

Il nuovo Regolamento Intermediari, entrato in vigore lo scorso 20 febbraio, completa la fase di recepimento nell'ordinamento italiano della direttiva MiFID II e del regolamento MiFIR.

Per effetto dell'art. 10, comma 2 del decreto legislativo di recepimento della MiFID II, nonché per il nuovo riparto di competenze tra Banca d'Italia e Consob, talune disposizioni contenute nel Regolamento congiunto cessano di essere applicate. Con l'adozione del nuovo Regolamento Intermediari, è stata stipulata, inoltre, da Consob e Banca d'Italia una integrazione al precedente Protocollo d'intesa del 2007, per il coordinamento delle rispettive funzioni di regolamentazione e vigilanza in materia di gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti.

Sebbene gli interventi apportati costituiscano una trasposizione della disciplina sovranazionale nell'ambito della normativa domestica, la Consob, tenuto conto delle richieste rappresentate anche dall'Associazione, si è impegnata a: (i) valorizzare i contributi tempo per tempo forniti a livello europeo, prevedendo altresì la possibilità di fornire propri indirizzi interpretativi di livello 3, anche su profili ulteriori rispetto a quelli trattati dall'ESMA; (ii) assumere, anche attraverso il confronto con le Associazioni di categoria, le iniziative necessarie a realizzare un coordinamento con precedenti letture interpretative rese dalla Consob in pregresse comunicazioni riguardanti aspetti incisi dalla nuova normativa; (iii) programmare una revisione in chiave MiFID II delle linee guida redatte dalle Associazioni di categoria e validate dalla Consob nel previgente quadro normativo.

Al fine di chiarire determinati profili applicativi delle nuove previsioni di derivazione MiFID II, relativamente al servizio di gestione di portafogli e alla commercializzazione di OICR, lo scorso mese di dicembre, l'Associazione ha sottoposto alla Consob specifiche Q&A focalizzate su determinati profili, quali, tra gli altri, informativa precontrattuale, trasparenza sui costi e oneri, contratti, reporting, *product governance*, incentivi e conservazione delle registrazioni.



3.1.3 Adeguamento della normativa nazionale al Regolamento PRIIPs

Con la Delibera n. 20250 del 28 dicembre 2017 la Consob ha apportato modifiche al Regolamento Emittenti al fine di adeguare la normativa secondaria alle novità apportate al TUF dal d. lgs. n. 224 del 14 novembre 2016, di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento (UE) n. 1286/2014. La Delibera, entrata in vigore lo scorso 3 gennaio, mira a disciplinare l'obbligo di notifica del KID dei PRIIPs, il quale deve essere assolto dall'ideatore del KID o dalla persona che vende i PRIIPs, prima della commercializzazione di tali prodotti in Italia.

L'Associazione ha sottoposto all'attenzione dell'Autorità alcune richieste di chiarimento circa l'ambito di applicazione del Regolamento PRIIPs oltre che di primi dubbi interpretativi circa la corretta applicazione del regolamento delegato di attuazione della disciplina (Regolamento (UE) n. 2017/653).

La Consob ha istituito dei gruppi di lavoro con le Associazioni di categoria per la definizione di Q&A in tema PRIIPs e MiFID II.

3.1.4 Adeguamento della normativa nazionale al Regolamento ELTIF.

Con il decreto legislativo n. 233 del 15 dicembre 2017, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale, Serie Generale n. 36 del 13 febbraio 2018, è stata adeguata la normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento (UE) 2015/760 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (cc.dd. ELTIF).

Essendo il Regolamento ELTIF, quale strumento di armonizzazione massima, direttamente applicabile negli ordinamenti domestici dal 9 dicembre 2015, il Decreto, entrato in vigore lo scorso 28 febbraio, interviene esclusivamente su determinati aspetti rimessi alla discrezionalità degli Stati membri. In particolare, individua nella Banca d'Italia e nella Consob, le Autorità nazionali competenti attribuendo ad esse (i) i poteri di vigilanza e di indagine previsti nel Regolamento ELTIF, nonché (ii) il potere di applicare sanzioni amministrative pecuniarie efficaci, dissuasive e proporzionate alla gravità delle violazioni degli obblighi di cui al medesimo Regolamento.

3.1.5 Attuazione della Market Abuse Regulation

Con l'adozione della Delibera n. 19925 del 22 marzo 2017, la Consob ha apportato modifiche ai Regolamenti emittenti e mercati, nonché al Regolamento in materia di operazioni con parti correlate, per l'attuazione della *market abuse regulation*.

In particolare, per quanto di più specifico interesse, in linea con quanto sostenuto dall'Associazione in sede di consultazione, l'Autorità ha: (i) escluso l'applicabilità della disciplina MAR alle operazioni compiute nell'ambito del servizio di gestione collettiva del risparmio; (ii) ribadito quanto già chiarito in una Comunicazione del 2006 sulla tempistica per la notifica nell'ipotesi di gestione di portafogli; (iii) confermato che le società controllate dell'emittente quotato non sono tenute



all'istituzione dell'elenco delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate (c.d. registro degli *insiders*).

Inoltre, al fine di rispondere alle diverse richieste di chiarimenti pervenute sulla portata soggettiva e oggettiva delle previsioni della nuova normativa europea sul *market abuse*, la Consob ha avviato, lo scorso maggio, una consultazione con il mercato, avente ad oggetto la predisposizione di due Guide operative concernenti, rispettivamente, la gestione delle informazioni privilegiate e le raccomandazioni di investimento.

Alla consultazione ha partecipato anche l'Associazione, le cui osservazioni hanno trovato un sostanziale accoglimento. E infatti, anche in linea con quanto evidenziato dall'Assogestioni, l'Autorità ha: (i) sottolineato la natura non precettiva delle suddette Guide operative (di qui anche il mutamento della denominazione in "Linee Guida), inquadrandosi le stesse all'interno della categoria del *soft law*, quale strumento di ausilio nella sistematizzazione complessiva delle modalità applicative della disciplina sul *market abuse*; (ii) precisato che le comunicazioni alla clientela (ad esempio *newsletter*) o verso l'esterno (ad esempio interviste diffuse tramite quotidiani, TV, siti web, ecc.) effettuate da investitori istituzionali (tra i quali, gestori individuali o collettivi), non rientrano in tale nozione purché il loro contenuto non sia tale da raccomandare o consigliare implicitamente o esplicitamente una strategia di investimento in merito a singoli strumenti finanziari e/o emittenti; (iii) chiarito la natura non prescrittiva dell'istituzione di un registro delle informazioni rilevanti.

3.1.6 Legge c.d. *whistleblowing*

Con la Legge 30 novembre 2017, n. 179, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n. 291 del 14 dicembre 2017, sono state dettate specifiche disposizioni per la tutela degli autori di segnalazioni di reati o irregolarità di cui siano venuti a conoscenza nell'ambito di un rapporto di lavoro pubblico o privato (c.d. Legge *whistleblowing*).

In particolare la Legge, che è entrata in vigore lo scorso 29 dicembre, si compone di tre articoli che delineano regole e procedure per la tutela del dipendente che segnala illeciti nel settore pubblico (art.1), nel settore privato (art.2), e che prevedono deroghe alla disciplina del segreto aziendale, professionale, industriale e scientifico (art.3). In particolare, l'articolo 2 apporta modifiche all'articolo 6 del d.lgs n. 231/2001.

Obblighi specifici di *whistleblowing* sono anche previsti dall'ordinamento bancario-finanziario, e nell'ambito nella normativa antiriciclaggio. In ambito finanziario, nella specie, il recepimento della direttiva MiFID II, ha costituito l'occasione per l'introduzione nel TUF di una disciplina unitaria dei sistemi di segnalazione delle violazioni nel settore finanziario. La nuova disciplina è contenuta negli articoli 4-undecies e 4-duodecies rispettivamente dedicati al c.d. *whistleblowing* interno e al *whistleblowing* esterno.

A tal ultimo riguardo, con comunicato stampa del 3 gennaio 2018, la Consob ha dato notizia della possibilità di ricevere le segnalazioni ai sensi del suddetto articolo



4-duodecies del TUF e della Direttiva (UE) 2015/2392 relativa al Regolamento in materia di abusi di mercato. Per la ricezione immediata delle segnalazioni l'Autorità ha attivato due canali dedicati, telefonico e telematico.

3.1.7 Nuove norme in materia di trasparenza societaria. Norma c.d. "anti-scorrerie"

Il decreto legge 16 ottobre 2017, n. 148, convertito con legge 4 dicembre 2017 n. 172 (c.d. Decreto Fiscale), ha, tra l'altro, modificato l'art. 120 del TUF che disciplina l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni cc.dd. rilevanti.

Le modifiche apportate dal Decreto sono volte ad estendere il contenuto degli obblighi di comunicazione che incombono su chi acquisisca una partecipazione rilevante in una società quotata, imponendo allo stesso soggetto di fornire una serie di informazioni utili a chiarire, in sostanza, le caratteristiche dell'acquisizione e le finalità perseguite attraverso di essa (c.d. norma "anti-scorrerie"). Più in dettaglio, laddove venga acquistata una partecipazione in emittenti quotati pari o superiore alle soglie del 10 per cento, 20 per cento e 25 per cento del relativo capitale (salvo quanto previsto dall'articolo 106, comma 1-bis), il soggetto tenuto alle comunicazioni di cui all'art. 120 TUF, è tenuto a dichiarare gli obiettivi che ha intenzione di perseguire nel corso dei sei mesi successivi.

Il Decreto è entrato in vigore il 16 ottobre 2017 e la relativa legge di conversione, invece, il 6 dicembre 2017, giorno successivo alla sua pubblicazione in Gazzetta Ufficiale.

3.1.8 Modifiche alla disciplina segnaletica della Banca d'Italia e della Consob

Con le modifiche alla disciplina segnaletica effettuate nel 2017, la Banca d'Italia e la Consob hanno razionalizzato la disciplina segnaletica delle società di gestione/SICAV verso le Autorità nazionali competenti e, dall'altro, hanno adeguato le stesse alle recenti evoluzioni del quadro normativo nazionale e comunitario in materia di risparmio gestito con particolare riferimento, alla disciplina di nuovi soggetti, quali le SICAF, i fondi EuVECA e EuSEF, e alla possibilità, per taluni OICR, di concedere finanziamenti.

L'intervento effettuato risponde anche alle richieste avanzate dall'Associazione nel corso degli anni che invitavano le Autorità nazionali a procedere ad una revisione complessiva dei flussi segnaletici, mediante una loro razionalizzazione e semplificazione, limitando il novero delle informazioni a quanto effettivamente funzionale a soddisfare le loro esigenze. Ciò al fine di evitare notevoli duplicazioni di adempimenti, nonché aggravii di costi e oneri amministrativi a discapito anche della competitività delle SGR italiane.

In particolare, nella normativa segnaletica della Consob sono state eliminate le segnalazioni strutturate a carico delle SGR che rappresentano una duplicazione rispetto a quelle acquisite dalla Banca d'Italia. Mentre gli interventi di riduzione del *data-set* informativo della Banca d'Italia sono principalmente circoscritti ai gestori



di minori dimensioni, quali i gestori di FIA italiani riservati cd. sotto-soglia, e/o relativi a fondi EuVECA e EuSEF.

3.1.9 Antiriciclaggio

Il riciclaggio di denaro è un fenomeno criminale estremamente complesso e mutevole che rischia di inquinare l'intero sistema dei mercati finanziari nei quali ci troviamo ad operare.

Nel corso dell'ultimo anno, il quadro normativo che disciplina la prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo ha subito una profonda innovazione dovuta al recepimento della direttiva (UE) 2015/849 (IV Direttiva antiriciclaggio).

Le novità introdotte nel nuovo decreto antiriciclaggio sono numerose e le SGR hanno già avuto la possibilità di confrontarsi con la nuova impostazione voluta dal legislatore europeo e successivamente recepita da quello italiano.

La nuova disciplina antiriciclaggio risulta essere caratterizzata dall'ampliamento e dalla razionalizzazione del principio dell'approccio basato sul rischio.

Alle SGR, in qualità di soggetti obbligati, viene ora richiesto di identificare e valutare attentamente i rischi ai quali sono esposte e di dotarsi di presidi idonei e commisurati alle proprie caratteristiche.

Il nuovo decreto offre, quindi, la possibilità di calibrare gli obblighi antiriciclaggio in funzione del rischio rilevato nella fase di analisi e valutazione. Tale impostazione potrebbe condurre verso una migliore allocazione delle risorse, le quali dovrebbero essere convogliate nelle aree di attività che risultano essere contraddistinte da un rischio maggiore.

Anche in questo ambito la Assogestioni ha provveduto a fornire il proprio contributo in sostegno delle SGR elaborando, all'interno dei competenti gruppi di lavoro, una prima analisi dei rischi che possono essere riscontrati nell'attività che caratterizza l'industria del risparmio gestito.

Per far ciò, sono stati individuati i fattori che possono essere rilevanti per identificare i rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo ai quali, potenzialmente, possono essere esposte le SGR nell'ambito della propria attività. Particolare attenzione è stata dedicata all'analisi dei prodotti e dei servizi offerti alla clientela, all'operatività della clientela, alla tipologia di clientela e ai canali distributivi utilizzati.

L'obiettivo che si vuole raggiungere è, da un lato, quello di creare uno strumento che possa sostenere ciascuna SGR nell'elaborazione della propria analisi dei rischi e, dall'altro lato, fornire delle indicazioni alle Autorità di vigilanza di settore in merito ai fattori che, nell'ambito dell'operatività delle SGR, devono essere considerati ai fini di una concreta valutazione dell'esposizione a fenomeni del riciclaggio di denaro e del finanziamento del terrorismo.



Oltre all'elaborazione dell'analisi dei rischi, l'attività associativa si è concentrata sulla formulazione di richieste di chiarimento in merito ad alcune delle novità introdotte al seguito del recepimento della IV direttiva antiriciclaggio come, ad esempio, la nuova disciplina sulle Persone Politicamente Esposte.

Nella seconda metà del 2017, la Assogestioni ha organizzato un corso di formazione antiriciclaggio di due giornate, al quale hanno preso parte importanti rappresentanti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, della Banca d'Italia, della UIF e della Guardia di Finanza.

Uno dei principali strumenti che le SGR possono utilizzare al fine di prevenire che il sistema finanziario sia utilizzato a scopo di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo è quello della formazione del proprio personale in merito ai rischi ai quali sono esposte e alla normativa applicabile.

Oltre a rappresentare un obbligo stabilito dalla Banca d'Italia, un'adeguata formazione del personale consente di aumentare il grado di impermeabilità delle Società rispetto a questi fenomeni criminali. Durante il corso di formazione sono state affrontate le principali tematiche di specifico interesse per le SGR, in relazione alle quali è stato possibile avere un confronto diretto con le Autorità alle quali è affidata l'attività di vigilanza.

3.1.10 Privacy: l'applicazione del GDPR e il Codice di condotta associativo

Il nuovo Regolamento europeo relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, ormai noto come GDPR, è entrato in vigore il 25 maggio 2016 e diventerà pienamente applicabile a partire dal prossimo 25 maggio 2018.

In vista dell'approssimarsi di tale data, è necessario che le SGR si adoperino per adottare tutte le misure necessarie ad assicurare la *compliance* con il GDPR e, in particolare, per incorporare adeguatamente i principi di *accountability*, *privacy by design* e *privacy by default* che costituiscono i pilastri sui quali si fonda il rinnovato impianto europeo per la protezione dei dati personali.

A supporto del lavoro che si prospetta alle SGR nei prossimi mesi, che potrà altresì richiedere qualche cambiamento nella struttura e organizzazione interna, l'Associazione durante l'anno ha lavorato alla predisposizione di un codice di condotta associativo, con l'obiettivo di declinare efficacemente gli obiettivi di protezione dei dati personali individuati dal GDPR all'interno della realtà operativa specifica di ciascuna SGR.

Il codice di condotta Assogestioni può essere considerato un lavoro per certi versi pionieristico, che ha tentato la strada, non semplice, dell'interpretazione e della declinazione in chiave concreta e operativa di concetti nuovi e di una rinnovata impostazione normativa, che individua gli obiettivi in materia di tutela dei dati personali che i titolari devono garantire, piuttosto che imporre obblighi specifici.

Il risultato di questo lavoro è una guida fattuale per gli Associati ma, nel momento in cui otterrà l'approvazione da parte del Garante per la protezione dei dati



personali, costituirà anche uno strumento utilizzabile per dimostrare il rispetto delle disposizioni regolamentari.

3.2 Regolamentazione europea e internazionale

3.2.1 MiFID II/MiFIR

Il 2017 è stato un anno di completamento del *framework* regolamentare MiFID II/MiFIR, durante il quale sono state altresì rese preliminari indicazioni interpretative da parte dell'ESMA. In particolare, sono state pubblicate nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea plurime misure di livello 2 della Commissione europea sotto forma di *implementing technical standard* e di *regulatory technical standard*. Tra le misure di maggiore rilevanza per i gestori si segnalano: (i) il Regolamento delegato (UE) 2017/565 che disciplina, *inter alia*, le informazioni da fornire ai clienti, ivi compresa la trasparenza sui costi e oneri, i requisiti organizzativi delle imprese di investimento, l'esternalizzazione delle funzioni, i conflitti di interesse; la prestazione del servizio di consulenza, la valutazione di adeguatezza, la *best execution*; (ii) la Direttiva delegata (UE) 2017/593 che reca la disciplina sugli *inducement*, sulla ricerca in materia di investimenti e sulla *product governance*; (iii) il Regolamento delegato (UE) 2017/567 ove sono disciplinate le condizioni al ricorrere delle quali possono essere esercitati i poteri di intervento da parte delle autorità di vigilanza nazionali ed europee; (iv) il Regolamento delegato (UE) 2017/576 che contiene disposizioni relative alla pubblicazione annuale da parte delle imprese di investimento delle informazioni sull'identità delle sedi di esecuzione e sulla qualità dell'esecuzione, tutte pubblicate nella GUUE L 87 del 31 marzo 2017.

Per quanto riguarda l'attività interpretativa dell'ESMA, sono stati pubblicati vari *set* di Q&A nell'ambito delle *Q&A on MiFID II and MiFIR Investor Protection Topics*. Le Q&A dell'ESMA contengono specificazioni della normativa di livello 1 e 2 di estremo interesse per i gestori con riferimento a vari ambiti disciplinati da MiFID II, tra i quali: *best execution*, valutazione di adeguatezza e appropriatezza, registrazione delle conversazioni telefoniche e delle comunicazioni elettroniche, incentivi, con particolare *focus* sulla ricerca in materia di investimenti, *disclosure* sui costi e gli oneri, strumenti finanziari complessi. In ambito associativo, il contenuto delle citate Q&A è stato oggetto di analisi e commento in numerose riunioni dei gruppi di lavoro interessati.

L'ESMA non si è limitata a pubblicare Q&A, ma ha altresì fornito indicazioni più articolate con delle *guidelines*. In particolare, nel 2017 è stato completato il procedimento di adozione degli orientamenti sugli obblighi di *governance* dei prodotti ai sensi della MiFID II ed è iniziato quello per l'adozione di nuove *guidelines* in tema di adeguatezza.

Quanto alla *product governance*, nel gennaio si è chiuso il procedimento di pubblica consultazione, a cui l'Assogestioni ha partecipato inviando il proprio contributo, e a giugno è stato pubblicato il *Final Report* contenente gli Orientamenti. Nella risposta alla consultazione l'Associazione ha richiamato l'attenzione sulla necessità



di salvaguardare l'approccio di portafoglio, evitando che la nuova disciplina sulla *product governance* possa involontariamente ostacolare la possibilità di offrire portafogli di *asset* efficacemente diversificati, così come la copertura dei rischi. Inoltre, l'Assogestioni ha richiesto di chiarire ulteriormente come la disciplina sulla *governance* dei prodotti si applichi alla gestione di portafogli e di standardizzare, per quanto possibile, l'identificazione del *target market* per i fondi UCITS e i FIA.

La versione finale degli Orientamenti ha in parte tenuto conto delle osservazioni presentate e, in particolare, ha fornito delle prime indicazioni funzionali a salvaguardare la fornitura di servizi di investimento caratterizzati da un approccio di portafoglio.

Con riferimento alla valutazione di adeguatezza, invece, l'ESMA ha condotto una pubblica consultazione su un progetto di *guidelines* che andranno a sostituire i precedenti orientamenti pubblicati nel 2012. Anche in questo caso l'Associazione ha partecipato inviando le proprie osservazioni che, in particolare, hanno riguardato l'interazione tra la valutazione di adeguatezza e l'identificazione del *target market* degli strumenti finanziari e la declinazione dell'analisi dei costi e benefici nel caso di *switch* degli investimenti nell'ambito della gestione di portafogli. Si è ancora in attesa della pubblicazione dell'esito della consultazione e della versione finale degli orientamenti.

Sempre per quanto attiene alle misure di terzo livello l'Associazione ha continuato a seguire le problematiche implementative relative alla linee guida per il *transaction reporting* e l'applicazione alle SGR degli obblighi previsti.

L'European MiFID Template (EMT) e la Guida Assogestioni all'applicazione dell'EMT ai fini dell'identificazione del target market di OICR

Le innovazioni introdotte dalla MiFID II in tema di *product governance* e di trasparenza sui costi e sugli oneri degli strumenti finanziari richiedono uno scambio articolato di dati tra produttori e distributori.

In tale contesto, Assogestioni ha sviluppato in stretta collaborazione con i rappresentanti dell'industria dell'Unione, l'European MiFID Template (EMT), che rappresenta una prima risposta congiunta di produttori e distributori all'obiettivo di standardizzare i flussi di dati tra case prodotto (SGR/SICAV e emittenti di prodotti strutturati) e distributori.

L'iniziativa promana da un gruppo di lavoro denominato "*European Working Group*" composto sia dalle associazioni di categoria che rappresentano *asset manager*, banche, assicurazioni e imprese d'investimento, sia dalle società produttrici e distributrici di strumenti finanziari. L'esigenza di condividere a livello europeo un *template* per la trasmissione dei flussi informativi nasce dalla consapevolezza che per ottenere un reale *level playing field*, e quindi consentire lo sviluppo del mercato unico, è necessario favorire un metodo di implementazione uniforme delle regole da parte di tutti gli operatori.



L'EMT è stato validato dal Board di EFAMA nel mese di agosto ed è pubblicato, unitamente alle Q&A, sul sito internet dell'Associazione europea.

L'EMT sarà regolarmente sottoposto a verifica ed aggiornamento, così da poter apportare le modifiche eventualmente suggerite dalle autorità di vigilanza nonché quelle ritenute necessarie a seguito del suo concreto utilizzo.

L'EMT si compone di tre sezioni: la prima contenente informazioni generali sullo strumento finanziario, la seconda dedicata al *target market* e la terza sui costi e gli oneri.

La sezione dell'EMT dedicata al *target market* è stata elaborata sulla base delle previsioni normative contenute nella MiFID II e nella Direttiva delegata (UE) 2017/593, nonché tenendo conto delle linee guida in tema di *product governance* pubblicate dall'ESMA nel giugno 2017 (ESMA 35-43-620, *Final Report. Guidelines on MiFID II product governance requirements*). Questa sezione si compone di cinque parti principali, conformemente a quanto previsto dalle Linee Guida dell'ESMA, a cui se ne aggiunge una sesta dedicata alla strategia distributiva.

Sebbene le SGR, in qualità di istitutori di OICR, non siano soggette alla MiFID II e, pertanto, non siano tenute al rispetto degli obblighi in tema di identificazione del *target market*, le stesse possono, tuttavia, decidere, su base volontaria, di trasmettere ai distributori le informazioni sul *target market* e sulla strategia distributiva dei propri prodotti, così da agevolare l'adempimento da parte dei distributori dei relativi obblighi di *product governance*, quando distribuiscono OICR.

Al fine di facilitare l'utilizzo della sezione dell'EMT dedicata al *target market* da parte dei gestori domestici, l'Assogestioni ha predisposto una Guida per l'applicazione dell'EMT ai fini dell'identificazione del *target market* di OICR, coerente con l'EMT e le relative Q&A.

La Guida è stata condivisa dall'ABI e dall'Assoreti nella logica di una prima standardizzazione dei flussi provenienti dalle case prodotto a livello europeo. Essa è stata portata a conoscenza della Consob e sarà oggetto di costante adeguamento, in linea con le periodiche revisioni dell'EMT e con gli orientamenti interpretativi dell'ESMA e delle NCAs.

L'Associazione, in qualità di coordinatore, insieme ad ABI, del piano di standardizzazione dell'operatività dei fondi comuni, ha inoltre contribuito ai lavori volti ad aggiornare la messaggistica ISO 20022 al fine di consentire - alle parti interessate - lo scambio automatico delle informazioni. L'attività svolta è stata quella di allineare, per quanto possibile, il *data-set* informativo del tracciato a quello dell'EMT.

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

Nel corso del 2017 il *framework* regolamentare PRIIPs si è completato con le disposizioni di livello 2 e con le prime indicazioni di livello 3 redatte dalla Commissione europea e dalle autorità di vigilanza europee (ESMA, EBA ed EIOPA).



In particolare, superando le criticità precedentemente emerse che avevano ritardato l'adozione delle misure di livello 2, è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea, L 100 del 12 aprile 2017, il Regolamento delegato (UE) 2017/653 della Commissione dell'8 marzo 2017 che integra il regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (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. Lo scorso 1° gennaio sono quindi divenuti applicabili il Regolamento (UE) 1286/2014 e il citato Regolamento delegato.

Quanto alle disposizioni di livello 3, la Commissione europea ha pubblicato una Comunicazione recante linee guida interpretative sull'applicazione del Regolamento (UE) 1286/2014. Tra gli aspetti di maggior interesse per le Associate si segnalano quelli in tema di i) *multi-option* PRIIPs; ii) regime applicabile per i PRIIPs in cui l'"offerta" è in corso o è chiusa al 1° gennaio 2018; iii) uso del KID da parte di un OICVM; iv) canale distributivo.

Le ESAs hanno pubblicato, invece, le prime Questions & Answers (Q&A) sul PRIIPs KID (JC 201721) relative all'applicazione del Regolamento delegato (UE) 2017/653 che integra il Regolamento PRIIPs. Più in dettaglio, le Q&A intervengono, tra l'altro, sui profili inerenti: i) alle modalità di valutazione delle componenti dell'indicatore sintetico del rischio di un PRIIP, ossia il rischio di mercato (MRM) e il rischio di credito (CRM); ii) al metodo di calcolo dei costi, ivi inclusi i costi transazione; iii) agli scenari di *performance*; iv) alla presentazione di talune informazioni e/o contenuti.

Il contenuto dei citati provvedimenti è stato oggetto di analisi nel corso nelle riunioni dei competenti gruppi di lavoro.

L'European PRIIPs Template (EPT)

Il Regolamento (UE) 1286/2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs) è entrato in vigore il 1° gennaio 2018.

In forza della disciplina transitoria prevista dal Regolamento PRIIPs, fino al 31 dicembre 2019 è esclusa la predisposizione di un documento contenente le informazioni chiave (KID) per gli OICVM o i FIA, quest'ultimo in virtù di disposizioni nazionali, che redigono uno UCITS KIID. Tuttavia, gli OICR potrebbero essere stati sin da subito coinvolti indirettamente qualora siano oggetto di investimento di un PRIIP che deve predisporre un KID dal 1° gennaio 2018, come ad esempio nel caso di prodotti assicurativi Unit-Linked.



Al fine di agevolare lo scambio di informazioni tra le società di gestione e le imprese di assicurazione l'Associazione ha partecipato ai lavori di un tavolo europeo, volto ad individuare il *data-set* informativo minimo oggetto di scambio.

Nello scorso mese di luglio è stato pubblicato da EFAMA e *Insurance Europe* la prima versione del modello standard europeo per lo scambio di informazioni (European PRIIPs Template o EPT), aggiornata poi nel successivo mese di ottobre.

3.2.3 Regolamento sui fondi di mercato monetario (MMFR)

Lo scorso 30 giugno è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea, serie L 169, il Regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento europeo e del Consiglio sui fondi comuni monetari. Scopo del Regolamento è introdurre una disciplina comune per gli OICR che investono in attività a breve termine e sono finalizzati a offrire rendimenti in linea con i tassi del mercato monetario e/o di preservare il valore dell'investimento. Il Regolamento si applica a decorrere dal 21 luglio 2018.

Nel corso del 2017 l'ESMA ha condotto una pubblica consultazione sulla bozza di *technical advice* da rendere alla Commissione europea per l'adozione delle misure di livello 2. L'Assogestioni ha partecipato alla consultazione, inviando il proprio contributo. Nel novembre 2017, l'ESMA ha pubblicato la relazione finale contenente, in particolare, i) il parere tecnico in tema di valutazione della qualità creditizia e in materia di *reverse repo*, ii) i progetti di norme tecniche di attuazione (ITS) in materia di segnalazioni di vigilanza verso l'Autorità e iii) le linee guida sugli scenari di *stress test*. Attualmente si è in attesa dell'adozione delle disposizioni di livello 2.

L'Associazione ha organizzato riunioni di approfondimento sulle tematiche di maggiore interesse per i gestori, tra i quali, la delimitazione dell'ambito di applicazione oggettivo della nuova disciplina.

3.2.4 I lavori per affrontare le vulnerabilità strutturali dell'attività di gestione del risparmio

Nel gennaio 2017, il *Financial Stability Board* (FSB) ha pubblicato la versione finale delle sue raccomandazioni per affrontare le vulnerabilità strutturali dell'attività di gestione del risparmio. Il report include quattordici raccomandazioni di policy riguardanti: il *liquidity mismatch* tra le politiche di investimento, i termini e le condizioni per i rimborsi per le quote dei fondi aperti; l'utilizzo della leva da parte dei fondi di investimento; i rischi operativi e le altre sfide per i gestori che operano in condizioni di *stress* di mercato; l'attività di prestito titoli dei gestori e dei fondi.

Il FSB ha incaricato la IOSCO per procedimentalizzare le sue raccomandazioni sulla liquidità dei fondi e sulla misurazione dell'uso della leva. In particolare, è stato richiesto di completare il lavoro sul *liquidity mismatch* per la fine del 2017 e quello sulla leva per la fine del 2018.



Nel luglio del 2017 la IOSCO ha posto in consultazione una versione aggiornata dei suoi *standard* sulla gestione del rischio di liquidità pubblicati nel 2013 assieme a un documento contenente delle *good practice*. L'Associazione ha collaborato con l'EFAMA nella definizione delle risposte dell'associazione europea alla consultazione.

3.2.5 Regolamento (UE) 1011/2016 (Regolamento Benchmark)

Nel corso del 2017 l'Associazione è stata impegnata nei lavori di interpretazione del regolamento (UE) 2016/1011 dell'8 giugno 2016 sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare le performance di fondi di investimento (di seguito, Regolamento Benchmark), che si applica a decorrere dal 1° gennaio 2018.

A livello nazionale, la legge di delegazione europea 2016-2017 ha conferito al Governo il potere di adottare, entro 12 mesi dalla sua entrata in vigore, uno o più decreti legislativi per adeguare la normativa nazionale al Regolamento Benchmark e per individuare le Autorità competenti con riferimento ai soggetti vigilati. A livello europeo, l'ESMA ha fornito taluni chiarimenti interpretativi della nuova disciplina di primo e secondo livello con le *Question and Answers on the Benchmarks Regulation* (BMR) (ESMA 70-145-11), aggiornate al 5 febbraio 2018.

L'attività interpretativa dell'Associazione ha riguardato, in particolare, le seguenti tematiche: (i) l'identificazione dell'ambito di applicazione; (ii) la definizione di uso di *benchmark*; (iii) il contenuto dei nuovi obblighi gravanti sui soggetti vigilati che fanno uso di *benchmark*. L'Associazione ha partecipato e continua a partecipare attivamente ai lavori in sede EFAMA e Pensions Europe, al fine di rappresentare nelle competenti sedi europee talune questioni di carattere interpretativo/applicativo.

3.2.6 Capital Markets Union

Nel corso del 2017 la Commissione europea ha condotto una pubblica consultazione sulla *mid-term review* del progetto sulla *Capital Markets Union* e a giugno è stato pubblicato un *action plan* aggiornato contenente le priorità della Commissione europea per il completamento del progetto. In particolare, sono state identificate nove priorità: i) rafforzare i poteri delle autorità di vigilanza europee; ii) assicurare un sistema regolamentare proporzionato per la quotazione delle piccole e medie imprese; iii) rivedere i requisiti prudenziali per le imprese di investimento; iv) verificare la necessità di una autorizzazione e di un passaporto europeo per le attività di *FinTech*; v) misure per supportare il mercato secondario degli NPL e introdurre iniziative legislative che rafforzino la capacità di garantire ai creditori di recuperare i crediti nascenti da prestiti garantiti concessi a società e imprenditori; vi) assicurare il perseguimento delle raccomandazioni del Gruppo di esperti sulla finanza sostenibile; vii) facilitare la commercializzazione transfrontaliera di UCITS e FIA; viii) assicurare una guida sulle regole europee attualmente esistenti per il trattamento degli investimenti transfrontalieri all'interno dell'UE e un *framework*



adeguato per la composizione stragiudiziale delle liti aventi ad oggetto tali investimenti; ix) proporre una strategia europea omnicomprensiva per ricercare strumenti volti a supportare lo sviluppo di mercati di capitali locali e regionali.

Per alcune di queste iniziative, la Commissione ha presentato le proprie proposte già nel corso del 2017; per quanto riguarda i gestori, si segnala il progetto di rafforzamento dei poteri delle ESAs. Inoltre, sebbene specificamente dedicato alle imprese di investimento autorizzate ai sensi della MiFID, rileva anche la proposta sul regime prudenziale applicabile alle imprese di investimento.

Sempre nel corso del 2017, la Commissione europea ha presentato ulteriori proposte legislative che hanno concretizzato le priorità identificate già nel primo *action plan* sulla *Capital Markets Union*. La più rilevante iniziativa per i gestori collettivi è certamente quella presentata a fine giugno 2017 sui PEPP. Inoltre, nel 2017 è stato definitivamente adottato e pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il Regolamento 2017/1991 del 25 ottobre 2017 che modifica il Regolamento (UE) 345/2013 (EuVECA) e Regolamento (UE) 346/2013 (EuSEF), anch'esso facente parte delle priorità originariamente identificate dalla Commissione europea.

Da ultimo, sempre nell'ambito della *Capital Markets Union* può essere ricondotta l'iniziativa della Commissione europea attraverso la quale ha incaricato l'ESMA, l'EBA e l'EIOPA di analizzare i costi e le *performance* dei prodotti di investimento dedicati alla clientela *retail*, di cui si dirà nel prosieguo.

3.2.7 Commissione europea – Costi e performance dei prodotti destinati ai clienti retail

Lo scorso 13 ottobre, la Commissione europea ha inviato a ESMA, EBA ed EIOPA una richiesta formale di pubblicare con regolarità *report* che evidenzino i costi e le *performance* delle principali categorie di prodotti di investimento, prodotti assicurativi e pensionistici destinati a clienti *retail*. Tale proposta si inserisce nel solco delle iniziative dei regolatori nazionali ed europei funzionali a verificare che i prodotti offerti siano progettati per creare valore per gli investitori e che presentino costi per gli investitori trasparenti e giustificati.

Nel corso del 2018 le autorità europee condurranno un'attività di raccolta dati e di studio della metodologia utilizzabile ai fini della predisposizione dei *report*. L'ESMA ha già reso noto che nella prima fase si concentrerà sui fondi UCITS rispetto ai quali sono disponibili più dati.

L'Assogestioni è attiva al fine di monitorare l'attività delle autorità di vigilanza. A tal fine, partecipa all'*Expert Group on Costs and Past Performance* istituito dall'EIOPA avente ad oggetto i prodotti assicurativi e pensionistici e segue i lavori del gruppo di lavoro dedicato istituito da EFAMA.

3.2.8 Commissione europea – Progetto di riforma del sistema europeo di vigilanza



Lo scorso 20 settembre la Commissione europea ha pubblicato una comunicazione indirizzata ai co-legislatori europei intitolata “Intensificare la vigilanza integrata per rafforzare l’Unione dei mercati dei capitali e l’integrazione finanziaria in un contesto in evoluzione” con la quale ha illustrato il proprio progetto di riforma dell’assetto di vigilanza sui mercati finanziari europei.

La proposta mira a rafforzare sotto diversi aspetti il ruolo delle autorità europee; *inter alia*, si propone di: (i) incrementare gli attuali poteri delle ESAs volti ad assicurare la convergenza in materia di vigilanza, tramite la definizione delle priorità di vigilanza per le autorità nazionali; (ii) attribuire ad ESMA la vigilanza diretta su ELTIF, EUSEF e EUVECA; (iii) conferire ad ESMA il potere di sollecitare le indagini da parte della autorità nazionali; (iv) attribuire ad ESMA un ruolo centrale per l’autorizzazione e la supervisione di imprese extra UE operative in Europa, così come per la vigilanza sulla delega a soggetti extra UE.

Si propone anche un rafforzamento della *governance* delle ESAs che prevedrebbe un minore ruolo delle autorità nazionali. Si prefigura l’istituzione di un comitato esecutivo indipendente responsabile delle decisioni in materia di coordinamento delle prassi di vigilanza. È previsto un nuovo sistema di *funding* che prevede contributi diretti da parte dei partecipanti al mercato. L’Associazione ha partecipato alla pubblica consultazione che ha preceduto la pubblicazione della proposta rappresentando una posizione favorevole a incrementare il ruolo di coordinamento delle autorità europee, senza però attribuire nuovi poteri alle stesse e senza privare le autorità nazionali del loro ruolo; inoltre è stata espressa la riserva circa il nuovo sistema di *funding* proposto. Attualmente l’Associazione segue, anche attraverso l’EFAMA, il processo legislativo europeo al fine di poter rappresentare anche ai co-legislatori la propria posizione.

3.2.9 Brexit

Come noto, il 29 marzo 2017 il Regno Unito ha notificato, ai sensi dell’art. 50 del Trattato sull’Unione europea, la propria intenzione di recedere dall’Unione europea. Ciò implica che, salva la possibilità di disporre diversamente nell’ambito di un accordo di recesso, tutta la legislazione primaria e secondaria dell’Unione cesserà di trovare applicazione nel Regno Unito dal 30 marzo 2019; da tale momento il Regno Unito sarà considerato un Paese terzo ai sensi della legislazione europea. All’evidenza, questo radicale mutamento di *status* comporterà dei significativi cambiamenti sul mercato finanziario e sui rapporti tra operatori e investitori situati in Paesi facenti parte dell’Unione europea e controparti situate nel Regno Unito. A fronte di ciò, sono in corso trattative ai massimi livelli politici per definire i termini e le condizioni per l’uscita del Regno Unito dall’Unione europea e per l’instaurazione delle future relazioni.

In attesa del raggiungimento di tali accordi, l’ESMA e la Commissione europea hanno già iniziato ad analizzare gli impatti regolamentari che la Brexit potrà avere. In particolare, l’ESMA è intervenuta pubblicando, nel luglio 2017, tre *Opinion* settoriali che fanno seguito a una precedente *Opinion* generale, del maggio 2017,



sui rapporti con i Paesi terzi nel contesto della Brexit. Le tre *Opinion* riguardano la gestione collettiva, i servizi di investimento e i mercati secondari e sono volte a garantire un'applicazione uniforme delle regole in tema di autorizzazione e supervisione degli enti di Paesi terzi.

Di particolare interesse l'*Opinion* sulla gestione collettiva che, con una evidente finalità preventiva nei confronti di possibili comportamenti opportunistici, richiede una rigorosa applicazione delle regole in tema di delega di funzioni con particolare attenzione alle cc.dd. *letter box entity*, richiedendo una equiparazione del regime UCITS al più rigoroso regime AIFMD. L'Assogestioni ha analizzato il contenuto delle citate *Opinion* nel corso di apposite riunioni dei competenti gruppi di lavoro e prosegue nella sua attività di monitoraggio delle iniziative europee connesse alla Brexit.

3.2.10 Revisione della CRD IV

Anche nel corso del 2017 l'Associazione è stata attiva, collaborando con l'EFAMA, nel monitoraggio del processo di revisione di CRR/CRD IV, con l'obiettivo 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.

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 supportare, anche in coordinamento con EFAMA, le richieste dell'industria circa un'applicazione più graduale e limitata degli obblighi di scambio di margini per i derivati non compensati centralmente e per gli FX *forward*.

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

Nell'aprile dello scorso anno è stata adottata la 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.

Le principali misure della direttiva riguardano il miglioramento dell'esercizio dei diritti degli azionisti e si concentrano, 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 sia attraverso il *working group* EFAMA sulla *Corporate Governance*, di cui nel 2016 ha assunto la presidenza sia con la presenza di un suo componente tra i dodici membri dell'*European Commission's expert group on technical aspects of corporate governance processes*, selezionati nell'agosto scorso con l'obiettivo di supportare la Commissione europea nella fase di implementazione.

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 2017 è stato caratterizzato da un intenso impegno dell'Associazione anche per quanto attiene alle tematiche fiscali.

Con riguardo alla disciplina sui PIR, il costante dialogo dell'Associazione con l'Amministrazione finanziaria ha consentito alle SGR di essere protagoniste nel panorama degli intermediari finanziari coinvolti nella gestione dei piani di risparmio.

In particolare, le linee guida del Ministero delle finanze e la recente circolare dell'Agenzia delle entrate hanno recepito le soluzioni proposte dal gruppo di lavoro sui PIR istituito presso l'Associazione con riguardo alle problematiche operative di maggiore rilievo.

A tali fini, particolarmente rilevante è stato il riconoscimento della possibilità, nel caso di investimento indiretto tramite OICR, di aprire il rapporto PIR presso la stessa società di gestione, in alternativa al collocatore, che ha consentito alle SGR di lanciare, fin da primi mesi del 2017, prodotti conformi alla nuova normativa.

Inoltre, importanti chiarimenti sono stati forniti dall'Amministrazione finanziaria con riguardo:

- all'investimento in strumenti derivati, ammesso esclusivamente per gli OICR conformi alla normativa PIR, nei limiti della "quota libera" (30% del valore del piano) e per finalità di copertura degli investimenti qualificati del piano;
- al rilascio della certificazione delle minusvalenze, nel caso di PIR costituito esclusivamente da partecipazioni in OICR, anche prima della chiusura del piano, in occasione del rimborso parziale delle partecipazioni; ciò in linea con le regole generali applicabili agli OICR nell'ambito del regime del risparmio amministrato. In altri termini, viene consentito al titolare del PIR di utilizzare le minusvalenze da OICR in compensazione di eventuali plusvalenze



realizzate in altri rapporti (non PIR) fin dal momento della loro realizzazione, senza dover attendere la chiusura del piano.

Per quanto attiene alle agevolazioni fiscali previste per gli investimenti a lungo termine dei fondi pensione e degli enti di previdenza obbligatoria, è stata introdotta la possibilità di destinare somme fruendo del regime di esenzione, oltre che agli investimenti qualificati già previsti dalla legge di bilancio 2017, anche ai PIR, nel rispetto della percentuale massima di investimento ammesso alla misura agevolativa (pari al 5% dell'attivo risultante dal rendiconto dell'esercizio precedente).

Con riguardo a tale modifica, l'Associazione ha lavorato con i gruppi di lavoro interessati, al fine di identificare le problematiche operative connesse alla gestione dei PIR intestati a fondi pensione, con particolare riferimento all'individuazione dell'intermediario tenuto a monitorare il rispetto dei limiti agli importi che possono essere destinati all'investimento agevolato e al coordinamento delle regole fiscali dei PIR con lo specifico regime di tassazione per maturazione previsto per i fondi pensione.

Per quanto riguarda l'imposta sul valore aggiunto, l'attività dell'Associazione ha interessato sia problematiche domestiche connesse all'attuazione in Italia della Direttiva UCITS V e della disciplina MiFID II, sia tematiche internazionali legate a questioni interpretative sottoposte al Comitato consultivo dell'IVA.

Con riferimento all'attuazione della Direttiva UCITS V, l'Agenzia delle entrate, con nota del 1° febbraio 2018, in risposta alla richiesta di consulenza giuridica presentata dall'Associazione, ha chiarito che, a seguito delle modifiche introdotte alla disciplina sui compiti di depositario che non consente più alle SGR di delegare il calcolo del valore delle parti di OICR secondo il "modello dell'affidamento", non è più possibile applicare la percentuale del 28,3%, individuata dalla medesima Agenzia nel 2013 come parte rappresentativa dell'attività di controllo e sorveglianza svolta dal depositario imponibile ai fini IVA. L'Agenzia delle entrate ha, pertanto, esortato gli operatori a modificare i contratti in essere allo scopo di dare distinta evidenza ai corrispettivi previsti per i servizi resi dalle banche depositarie.

In considerazione del mutato orientamento interpretativo, l'Associazione si è fatta parte attiva nella risoluzione delle problematiche operative connesse all'adempimento degli obblighi di fatturazione dei servizi resi dalle banche depositarie nel 2017.

Per quanto attiene all'attuazione della disciplina MiFID II, l'introduzione dell'obbligo per i negozianti di dare distinta evidenza ai compensi per i servizi di ricerca resi ai gestori individuali di portafogli rispetto agli oneri connessi alla negoziazione, ha fatto sorgere dubbi tra gli operatori sulla possibilità di continuare a considerare detti compensi esenti da IVA. Nessuna modifica regolamentare ha, invece, riguardato la ricerca resa ai gestori di OICR, ai quali i negozianti possono



continuare ad applicare una *fee* unica per i servizi di ricerca e di negoziazione da essi svolti.

L'Associazione ha interessato della questione l'Agenzia delle entrate affinché chiarisca se, nonostante il mutato quadro regolamentare, l'attività di ricerca resa ai gestori individuali di portafogli possa ancora beneficiare del regime di esenzione ai fini IVA in quanto intermediazione relativa ad operazioni su titoli. Inoltre, per l'attività di ricerca resa ai gestori di OICR, tenuto conto che tale attività non ha subito modifiche per effetto della disciplina MiFID II, è stato chiesto di confermare che può continuare a godere del regime di esenzione ai fini IVA in quanto intermediazione relativa ad operazioni su titoli o, comunque, in quanto specifica ed essenziale all'attività di gestione di fondi comuni di investimento, esente da IVA.

Con riguardo, infine, alle tematiche internazionali in materia di IVA, l'Associazione sta svolgendo un'attività di costante monitoraggio del dibattito in corso presso il Comitato consultivo dell'IVA (109° *meeting* del 1° dicembre 2017) in merito alla possibilità di considerare esente da IVA la gestione di tutti i fondi di investimento alternativi, a prescindere dalla tipologia di investitori a cui sono offerti (investitori istituzionali o *retail*).



3.4 La previdenza complementare

3.4.1 Evoluzione della disciplina nazionale

Nel corso del 2017, le disposizioni che regolano il funzionamento della previdenza complementare sono state oggetto di un processo di parziale rinnovamento. Il legislatore ha dimostrato interesse e attenzione per il funzionamento di tale settore attraverso un rapido susseguirsi di modifiche alla disciplina.

Le principali tappe di questo percorso di parziale rinnovamento della previdenza complementare sono rappresentate dall'entrata in vigore della legge annuale per il mercato e la concorrenza per il 2017 e dall'approvazione della legge di Bilancio per il 2018.

Le novità normative introdotte nel corso del 2017 sono orientate verso una maggiore flessibilità sia nella fase di adesione sia in quella di uscita dai fondi pensione.

Il legislatore, infatti, ha introdotto la possibilità, per le fonti istitutive delle forme di previdenza, di stabilire una misura minima di TFR che l'aderente può far confluire nel fondo pensione in luogo del totale versamento del TFR stabilito dalla previgente normativa.

Per quanto concerne la fase di uscita dal fondo pensione, è stato in buona parte ridisegnato il sistema di erogazione anticipata e di riscatto delle prestazioni. Al riguardo, il principale elemento di novità è senza dubbio rappresentato dalla definitiva introduzione della Rendita Integrativa Temporanea Anticipata (RITA).

L'istituto della RITA consente ora agli iscritti alle forme di previdenza che abbiano cessato ogni attività lavorativa di accedere, in modo anticipato, alle prestazioni della previdenza complementare, le quali potranno essere erogate direttamente dai fondi pensione.

In tal modo è stato, quindi, rafforzato il ruolo della previdenza complementare come strumento di sostegno al reddito per gli aderenti che risultino inoccupati e prossimi al raggiungimento dei requisiti per accedere alla pensione di primo pilastro.

La Assogestioni è intervenuta in questo processo di rinnovamento riuscendo ad ottenere importanti conferme da parte della Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione (COVIP) al fine di agevolare le Società di Gestione del Risparmio che istituiscono e gestiscono fondi pensione aperti al corretto funzionamento delle nuove disposizioni normative.

La previdenza complementare si presenta quindi, almeno da un punto di vista normativo, come un settore contraddistinto da una rilevante dinamicità. Ulteriori cambiamenti sono attesi nel corso del 2018, anno nel quale si avvierà il processo di recepimento della Direttiva (UE) 2016/2341 (IORP II).

3.4.2 PEPP: la proposta di Regolamento della Commissione europea per l'introduzione di un prodotto pensionistico individuale paneuropeo



Nel 2017 è stato compiuto un passo decisivo e molto significativo verso la creazione di un mercato unico europeo per il terzo pilastro previdenziale. Ormai da qualche anno era evidente come fosse fortemente sentita, da più parti, la necessità di creare, anche per i prodotti pensionistici individuali, un *framework* comune all'interno dell'Unione.

Questo passo decisivo è stato compiuto con la pubblicazione, il 27 giugno 2017, di una proposta di Regolamento da parte della Commissione europea, proposta che concretizza l'idea di un prodotto pensionistico individuale paneuropeo, il PEPP.

Come è ormai noto, 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.

L'obiettivo dichiarato dalla Commissione europea non è quello di "sostituire" i sistemi pensionistici di secondo e terzo pilastro attualmente esistenti attraverso la costituzione di un prodotto paneuropeo. 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).

Riconoscendo la crucialità del ruolo svolto dal trattamento fiscale nel determinare il successo di prodotti di investimento del risparmio previdenziale, la Commissione europea ha pubblicato, unitamente alla proposta di Regolamento, anche una raccomandazione relativa al trattamento fiscale da riconoscere ai prodotti pensionistici individuali e ai PEPP da parte degli Stati membri.

In assenza di un regime fiscale armonizzato a livello comunitario, infatti, il successo del PEPP sarà strettamente legato alle scelte che i singoli Stati membri adotteranno in materia di politica fiscale. Da parte nostra, riteniamo essenziale che a tale prodotto, in quanto destinato all'investimento di lungo periodo, sia applicato un regime fiscale di favore, che contribuisca ad incentivarne la crescita e la diffusione.

Tale auspicio è peraltro in linea con quanto espresso dalla Commissione europea nella citata raccomandazione, con la quale esorta gli Stati membri ad applicare ai PEPP lo stesso beneficio fiscale riconosciuto ai prodotti pensionistici individuali nazionali, anche nelle ipotesi in cui le caratteristiche del prodotto non rispettino tutti i criteri nazionali richiesti dallo Stato membro per poter applicare il beneficio fiscale.

Il progetto PEPP è certamente importante per i lavoratori europei, perché amplia e completa la gamma di prodotti a disposizione per la costruzione di un reddito adeguato anche alla cessazione dell'attività lavorativa. Ma non si può non evidenziare come tale iniziativa sia particolarmente importante anche per l'industria del risparmio gestito.



Per quest'ultima, infatti, si apre una nuova possibilità di *business*, che guarda sì al mercato interno, ma anche alla possibilità di offrire un prodotto pensionistico individuale in altri Paesi dell'Unione. Credo, infatti, fermamente che la nostra industria, forte dell'esperienza UCITS, potrà svolgere un ruolo di primo piano sia nell'istituzione sia nella gestione di tale tipologia di prodotti.

Per tale ragione l'Associazione si è concentrata soprattutto nel lavorare a stretto contatto con le Associazioni di settore europee, EFAMA *in primis*, per far sì che il testo definitivo del Regolamento non contenga previsioni atte a limitare il ruolo che gli *asset manager* potranno ricoprire nella creazione e nella promozione di questi prodotti.

Così, tra le altre cose, si è contribuito fattivamente al dibattito sorto intorno alla strutturazione dell'opzione di investimento di *default*. Quest'ultima, secondo la Commissione europea, dovrebbe caratterizzarsi per la presenza di un meccanismo di protezione del capitale, sulla base di una tecnica di mitigazione del rischio, che assicuri quanto meno il "recupero" del capitale investito.

La formulazione letterale della norma ha dato adito a differenti interpretazioni, non chiarendo se la stessa intenda caratterizzare l'opzione di investimento di *default* con una gestione prettamente assicurativa con garanzia di restituzione del capitale, ovvero se possano ammettersi anche altre tecniche di gestione quali, ad esempio, strategie di tipo *life-cycle*.

L'Associazione, così come l'EFAMA, sostiene con forza che le strategie di investimento di tipo *life-cycle* rappresentano una valida alternativa per la strutturazione della linea di *default*, in quanto consentono ai risparmiatori, su un orizzonte temporale di lungo periodo, di accrescere il valore del proprio risparmio previdenziale con una limitata esposizione al rischio. Tale posizione è confermata da uno studio commissionato dall'EFAMA e sviluppato da un *team* della SDA Bocconi *School of Management*, pubblicato all'inizio dell'anno in corso.

Il progetto PEPP costituirà una priorità anche nel 2018 e la nostra Associazione continuerà 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.

3.5 Autoregolamentazione

3.5.1 Revisione del Protocollo di Autonomia

Successivamente al recepimento dell'AIFMD, la disciplina dei conflitti di interessi nella prestazione del servizio di gestione collettiva è stata parzialmente toccata dal recepimento della direttiva 2014/91/UE (c.d. UCITS V) e, nella prestazione dei servizi di investimento, dal recepimento della MiFID II.



Pertanto, si sono resi necessari ulteriori interventi di rivisitazione, al fine di adeguare le raccomandazioni del Protocollo di Autonomia alle prescritte novità normative.

L'Associazione ha condiviso le suddette revisioni nell'ambito dei gruppi di lavoro dedicati e provvederà a sottoporre il testo finale all'approvazione del Comitato di presidenza.

3.5.2 Revisione del Codice di comportamento Assogestioni: introduzione del c.d. whistleblowing e ulteriori aggiornamenti.

Il novellato articolo 6 del Decreto 231 introduce, tra l'altro, l'obbligo di prevedere nei modelli di organizzazione e di gestione (c.d. MOG): i) uno o più canali che, garantendo la riservatezza dell'identità del segnalante, consentano ai soggetti in posizione apicale e a quelli a loro subordinati di presentare segnalazioni circostanziate di condotte illecite o di violazioni del MOG; (ii) almeno un canale alternativo di segnalazione che garantisca, con modalità informatiche, la riservatezza del segnalante; (iii) il divieto di atti di ritorsione o discriminatori nei confronti del segnalante per motivi collegati – direttamente o indirettamente – alla segnalazione; (iv) l'applicazione di sanzioni nei confronti di chi viola le misure di tutela del segnalante, nonché di chi effettua con dolo o colpa grave segnalazioni che si rivelano infondate.

Al fine di tener conto delle predette novità, il Codice di Comportamento Assogestioni, dà ora evidenza anche del c.d. *whistleblowing*, suggerendo una serie di indicazioni e misure utili a disciplinare internamente un sistema di segnalazioni delle violazioni conforme alle nuove previsioni. In occasione della suddetta attività di rivisitazione, si è tenuto conto anche delle ulteriori recenti novità normative intervenute in materia di reati presupposto. Le predette novità sono state illustrate e condivise nell'ambito dei competenti gruppi di lavoro.

Per quanto riguarda la revisione dei reati di *market abuse* conseguente all'entrata in vigore del Regolamento (UE) n. 596/2014, si rammenta 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.

3.5.3 Linee Guida Assogestioni

Al fine di tener conto del nuovo assetto normativo creato dal recepimento della MiFID II, l'Associazione ha avviato i lavori di revisione delle vigenti Linee Guida in tema di contratti, *inducements*, *best execution*. L'intrapresa attività di rivisitazione continuerà nel corso del 2018, nell'ambito dei gruppi di lavoro interessati, al fine di sottoporre le Linee Guida aggiornate alla validazione della Consob.



3.5.4 Standardizzazione delle prassi operative

E' continuato il lavoro di implementazione e aggiornamento delle Linee Guida per la standardizzazione dell'operatività dei fondi guidata dall'Osservatorio Operatività & Standard Fondi, gestito da Abilab in coordinamento con ABI ed Assogestioni. Nel 2017 i lavori del gruppo si sono in particolare concentrati sull'accoglimento nelle prassi operative delle modifiche dei *datasete* e dei flussi resisi necessari a seguito dell'introduzione dei PIR, all'attuazione di MiFID II e alla revisione dei processi per il trasferimento delle quote.

L'Associazione è in continuo dialogo con Consob e Banca d'Italia, *sponsor* del progetto, per monitorare e facilitare l'adozione degli *standard* nei tempi e modi auspicati dalle Autorità; è stata recentemente lanciata una nuova rilevazione per verificare i livelli di adozione raggiunti dagli *standard*.



4. Corporate governance

4.1 L'attività dell'Associazione nel 2017

Anche nel 2017 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.

Dal 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.

Il 30 novembre e 1° dicembre si è svolta la terza 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.

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 2017 sono state organizzate anche alcune giornate di *follow up* su alcuni temi specifici, quali le responsabilità civili e penali degli amministratori e dei sindaci, la gestione dei rischi nonché gli obblighi informativi e le 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 2017 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 2017 sono risultati eletti o cooptati 50 consiglieri di amministrazione, 26 presidenti di collegi sindacali e 2 sindaci effettivi (nonché 29 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 2015-2017, 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 possono non 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 nel corso del 2017 sono state apportate alcune modifiche al Protocollo dei compiti e delle funzioni del Comitato corporate governance e del Comitato dei gestori, volte ad allinearli alle *best practice*. Le disposizioni aggiornate riguardano, in particolare, la composizione e il funzionamento del Comitato dei gestori, profili che si sono evoluti negli ultimi anni alla luce del crescente impegno dei gestori e in un'ottica di *engagement* collettivo.

4.3 Finanza sostenibile

Il 2017 ha visto una forte crescita delle iniziative di promozione di un approccio sostenibile agli investimenti sia in ambito nazionale che in ambito europeo.

Il documento cardine che segna l'avvio di una nuova era della sostenibilità a livello di Unione Europea è il rapporto dell'*High Level Expert Group* sulla finanza responsabile pubblicato a dicembre che propone una sempre maggiore integrazione in tutta la normativa europea di un approccio sostenibile agli investimenti partendo dalla revisione del concetto di *fiduciary duty* e proseguendo con la definizione di una precisa tassonomia degli *asset* sostenibili, l'obbligo di valutazione di un approccio ESG per fondi pensione, la definizione di linee guida per i *Green Bond*, l'etichettatura dei prodotti sostenibili.

A livello nazionale sono invece partiti i lavori dell'Osservatorio Nazionale sulla finanza sostenibile – iniziativa lanciata dal Ministero dell'Ambiente a valle del G7 Ambiente per far entrare Milano nel *network* internazionale dei "Centri Finanziari per la Sostenibilità" promosso da UNEP e in via di costituzione.

In questo contesto è proseguito l'impegno dell'Associazione, sia individualmente che con EFAMA, a partecipare alle diverse consultazioni promosse dalla Commissione europea e a contribuire ai lavori dell'Osservatorio per promuovere



sviluppi normativi in linea con le esigenze dell'industria e al contempo sostenere una sempre maggior diffusione della cultura delle sostenibilità tra le associate.



5. Educazione finanziaria, comunicazione e capitale umano

5.1 Salone del risparmio

Nel 2017 il Salone del Risparmio ha rafforzato la sua capacità di essere un punto di incontro a livello nazionale per figure professionali, famiglie, studenti, operatori del settore, accademici e istituzioni. L'ottava edizione dell'evento si è interrogata sul tema "Inseguendo la crescita. Risparmio, investimenti, politiche di sviluppo".

Le ricette di politica monetaria e fiscale e il ruolo dell'industria del risparmio gestito, le possibili riforme da mettere in campo e le soluzioni per ricominciare a crescere sono state al centro del dibattito insieme all'allora recente introduzione dei piani individuali di risparmio. Durante la tre giorni sono stati poi analizzati gli effetti di una crescita debole e l'avanzare di un *sentiment* populista e antiglobalizzazione che ha messo a dura prova l'economia del Paese.

L'ottava edizione del Salone del Risparmio ha registrato la partecipazione di oltre 13.000 visitatori - tra operatori del settore (83%), risparmiatori (14%) e giornalisti (3%) - che hanno partecipato alle 100 conferenze in programma e incontrato i rappresentanti delle 165 aziende presenti. Un successo, quello della manifestazione, testimoniato anche dall'indagine condotta da GFK in cui 9 visitatori su 10 premiano la qualità del Salone e dei suoi contenuti.

L'edizione del 2017 è stata caratterizzata da una maggior presenza del pubblico degli operatori, passata dal 76% all'86% (operatori del settore e giornalisti). Importante anche la partecipazione delle istituzioni (governo e autorità di vigilanza) che ha consentito di comunicare in maniera ancora più diretta con il Paese.

5.2 Educazione finanziaria

Solo un risparmiatore consapevole può cogliere le migliori opportunità di investimento. L'associazione considera la cultura e l'educazione finanziaria un obiettivo strategico per l'Italia e per chi offre servizi di investimento. L'educazione finanziaria è parte di un ingranaggio che coinvolge gli *asset manager* e i distributori che devono conoscere le esigenze degli investitori e saper proporre i portafogli più adatti.

Un ruolo crescente è svolto quindi anche dalla formazione professionale, che con le recenti direttive, diventa un punto focale per il futuro di un'industria che ha sempre più bisogno di persone in grado di generare valore.

Nell'ambito della politica di ascolto avviata con le prime indagini di mercato nel 2015, Assogestioni ha rilevato nel 2017 che gli italiani indicano nella politica e ancor di più nel governo gli attori che possono innescare un circolo virtuoso nel paese. Le soluzioni suggerite dai cittadini-risparmiatori per far ripartire l'economia sono chiare e tra queste si possono citare: le politiche per creare lavoro, la lotta all'evasione e le riforme fiscali. Questi temi sono emersi dall'indagine qualitativa annuale che Assogestioni commissiona per conoscere i mutamenti e le esigenze dei risparmiatori.



L'indagine ha coinvolto 3.000 italiani di età compresa tra i 18 ed i 74 anni, con particolare riferimento alle tre generazioni rappresentate: i *Millennial*, la Generazione X e i *Baby Boomer* che costituiscono attualmente la spina dorsale della forza lavoro e dell'economia italiana. Parallelamente più di 400 professionisti del settore sono stati intervistati sui medesimi temi offrendo un quadro non sempre simmetrico rispetto alle percezioni dei fenomeni in atto.

5.3 Comunicazione continua

Nel 2017 l'Associazione, a fianco all'attività di *media relation* e la pubblicazione di notizie sul proprio sito, ha dedicato risorse crescenti al dialogo con gli *stakeholder* dell'industria attraverso il consolidamento delle iniziative redazionali e l'utilizzo dei *social network*.

La produzione e distribuzione della rivista "Focus Risparmio" e della sua *newsletter* si collocano proprio in questo ambito. 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* che conta già più di 20 mila iscritti.

Focus Risparmio raggiunge un vasto pubblico di lettori: oltre 37.000 iscritti alla *newsletter* e più di 10.000 abbonati all'edizione cartacea. I lettori che ricevono la rivista direttamente sulla propria scrivania o a casa sono per il 75% professionisti appartenenti al mondo della distribuzione e della consulenza. Un pubblico che rappresenta una frontiera sensibile per lo sviluppo della nostra industria.



6. Conclusioni: prospettive per il 2018

6.1 CMU: verso una maggiore integrazione europea

Tra le priorità della Commissione europea vi è il completamento della *Capital Markets Union*, al fine di creare una maggiore integrazione nel mercato dei capitali europeo. Nell'ambito di questo ambizioso progetto, si inseriscono le proposte legislative recentemente pubblicate sulla *cross-border distribution* dei fondi e il progetto di riforma delle autorità di vigilanza.

Le proposte in tema di *cross-border distribution* dei fondi vanno nella direzione di una maggiore uniformità della regolamentazione e delle prassi di vigilanza connesse alla operatività transfrontaliera dei gestori.

Con il progetto di riforma delle autorità di vigilanza europee, la Commissione europea propone di rendere le autorità di vigilanza europee maggiormente indipendenti dalle autorità nazionali e di attribuire loro poteri rilevanti. Con particolare riferimento ai fondi comuni, la Commissione europea ha altresì proposto di attribuire all'ESMA il potere di autorizzare i fondi EuSEF, EuVECA ed ELTIF e di vigilare direttamente sugli stessi. La proposta attribuisce inoltre all'ESMA un ruolo preminente per la supervisione dell'esternalizzazione di funzioni verso *outsourcer* dislocati in Paesi non europei.

L'effettiva realizzabilità delle proposte della Commissione dipenderà dall'evolversi della discussione tra i co-legislatori europei, per quanto riguarda i tempi di realizzazione non devi dimenticarsi che la legislatura del Parlamento europeo si chiuderà l'anno prossimo, tuttavia in un'ottica di rilancio dell'integrazione europea queste iniziative potrebbero trovare il necessario supporto.

Nella consapevolezza della centralità di questi temi, l'Associazione continuerà a lavorare per sensibilizzare le Associate su queste iniziative, così come per rappresentare nelle competenti sedi la posizione dell'industria del risparmio gestito.

6.2 MiFID II: l'evoluzione del rapporto produttore-distributore

Nel nuovo contesto normativo assume rilievo decisivo il rapporto tra produttore e distributore. Tale rapporto costituisce infatti il pilastro che sorregge la nuova disciplina di matrice MiFID II in tema di *product governance*, incentivi, informativa sui costi e oneri nonché quella in tema di PRIIPs. L'ESMA, su incarico della Commissione europea, ha inoltre iniziato un lavoro di raccolta di dati funzionale all'analisi dei costi e delle *performance* dei prodotti destinati ai clienti *retail*.

In tale contesto diventa dunque fondamentale l'individuazione delle sinergie tra produttore e distributore. Di qui il lavoro continuo dell'Associazione a livello sia europeo che nazionale affinché la normativa nella sua concreta interpretazione ed applicazione preservi il massimo grado di funzionalità anche a beneficio del cliente finale.



6.3 I PEPPs, l'iniziativa europea per le pensioni individuali

Nel 2017 è stato compiuto un passo decisivo e molto significativo verso la creazione di un mercato unico europeo per il terzo pilastro previdenziale. Ormai da qualche anno era evidente come fosse fortemente sentita, da più parti, la necessità di creare, anche per i prodotti pensionistici individuali, un *framework* comune all'interno dell'Unione.

Questo passo decisivo è stato compiuto con la pubblicazione, il 27 giugno 2017, di una proposta di Regolamento da parte della Commissione europea, proposta che concretizza l'idea di un prodotto pensionistico individuale paneuropeo, il PEPP.

Il progetto PEPP è certamente importante per i lavoratori europei, perché amplia e completa la gamma di prodotti a disposizione per la costruzione di un reddito adeguato anche alla cessazione dell'attività lavorativa. Ma non si può non evidenziare come tale iniziativa sia particolarmente importante anche per l'industria del risparmio gestito.

Per quest'ultima, infatti, si apre una nuova possibilità di *business*, che guarda sì al mercato interno, ma anche alla possibilità di offrire un prodotto pensionistico individuale in altri Paesi dell'Unione. Credo, infatti, fermamente che la nostra industria, forte dell'esperienza UCITS, potrà svolgere un ruolo di primo piano sia nell'istituzione sia nella gestione di tale tipologia di prodotti.

6.4 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 rilevantissime 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 circa 180 i consiglieri e sindaci eletti per il tramite del Comitato dei gestori - supportato da un numero crescente di investitori internazionali - in poco meno di 80 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 lo scorso anno ha deciso di promuovere un Convegno, volto a contribuire alla definizione di una serie di proposte da discutere e condividere con gli emittenti e il mercato anche internazionale che possano rendere il 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.

Assogestioni ospiterà quest'anno per la prima volta a Milano la Conferenza annuale dell'International Corporate Governance Network – ICGN. La Conferenza si terrà dal 25 al 28 giugno 2018 presso il Pavilion e le Tower Unicredit.

Si tratta del più importante appuntamento annuale dell'ICGN, che richiama ogni anno circa 450-500 investitori istituzionali provenienti da tutte le parti del mondo per un totale di circa 30 trilioni di dollari di masse gestite e che offre una prospettiva globale e sempre aggiornata sui temi di *corporate governance* e *investor stewardship*.

Nel programma di quest'anno, che vedrà avvicinarsi nei tre giorni della Conferenza i vertici delle maggiori società partecipate, gli investitori istituzionali nazionali e internazionali e i maggiori *provider*, è prevista una giornata dedicata in particolare all'Italia, nell'ambito della quale sono stati coinvolti accademici di spessore interazionale che dibatteranno i loro *paper* sui temi di maggiore interesse con rappresentanti degli emittenti, investitori e professionisti nazionali e internazionali.

L'Assogestioni, che ha convintamente accettato di accollarsi un onere notevole, è orgogliosa di vedere riconosciuti a livello internazionale gli sforzi profusi in questi anni e auspica il massimo sostegno all'evento da parte di tutti.

6.5 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.