



ASSEGESTIONI
associazione del risparmio gestito

26/03/2019

Relazione
del Presidente
all'Assemblea
degli Associati

RELAZIONE ANNUALE



ASSEMBLEA ORDINARIA

26 marzo 2019, ore 11:00

ODG 1. Relazione del Presidente





Sommario

1. Introduzione	5
1.1 Piani Individuali di Risparmio	5
1.2 Pan-European Personal Pension (PEPP).....	8
1.3 Finanza sostenibile.....	10
1.4 Formazione e progetto "Il tuo Capitale Umano"	11
1.5 Principi italiani di <i>Stewardship</i>	11
2. Quadro di mercato	13
2.1 Fondi aperti.....	14
2.2 Gestioni di portafoglio.....	17
3. Evoluzione del quadro normativo e fiscale	19
3.1 Regolamentazione nazionale	19
3.2 Regolamentazione europea e internazionale	28
3.3 Principali dossier fiscali	38
3.4 Previdenza complementare.....	40
3.5 Autoregolamentazione	44
4. <i>Corporate governance</i>	47
4.1 Attività dell'Associazione.....	47
4.2 Attività del Comitato dei gestori	48
5. Informare, formare, educare	50
5.1 Salone del Risparmio	50
5.2 Capitale umano	50
5.3 Educazione e formazione, due leve per il futuro.....	51
5.4 FocusRisparmio: l'impegno per un'informazione di qualità	51
6. Conclusioni	53
6.1 Piani Individuali di Risparmio	53
6.2 Pan-European Personal Pension (PEPP).....	53
6.3 Finanza sostenibile.....	53
6.4 <i>Corporate governance</i>	54
6.5 Considerazioni finali.....	55





1. Introduzione

L'Associazione ha ottenuto diversi successi nel corso degli ultimi tre anni, successi che si riflettono nei numeri di raccolta 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.

Tra il 2016 e il 2018 la nostra industria ha raccolto più di 160 miliardi di euro (fondi e gestioni). Tuttavia nel corso degli ultimi dodici mesi, in particolare a causa delle *performance* deludenti delle principali *asset class* in cui investiamo, la raccolta si è fatta altalenante, tornando in negativo in due trimestri su quattro. Ciò ha limitato il valore dei nuovi flussi di risparmio dell'anno a 10 miliardi di euro.

La serie positiva della raccolta netta durava da cinque anni. La sua interruzione è evidentemente un segnale che siamo entrati in una fase di incertezza generalizzata, sui mercati finanziari, ma non solo.

Eppure anche nel 2018 abbiamo registrato segnali promettenti, che indicano che la strada dell'innovazione può essere di valido sostegno, soprattutto nei momenti di maggiore incertezza. Mi riferisco ai fondi PIR i quali, come dirò meglio tra breve, sono riusciti a raccogliere quasi 4 miliardi di euro, a fronte di un dato complessivo dei prodotti di gestione collettiva che si è fermato poco sopra il mezzo miliardo.

Per la nostra industria, quindi, l'innovazione deve diventare sempre di più il principale criterio guida all'azione, sia come singoli, sia come Associazione.

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 Piani Individuali di Risparmio

I Piani Individuali di Risparmio a lungo termine hanno tagliato il traguardo del secondo anno di vita con un risultato che, considerate le circostanze sfavorevoli nelle quali esso è maturato, non possiamo che giudicare positivamente.

Ed infatti nel corso del 2018 i PIR hanno raccolto quasi 4 miliardi di euro di risparmio delle famiglie e a fine anno fanno segnare un patrimonio complessivo di 17,4 miliardi, un dato in crescita del 10% rispetto al valore registrato dodici mesi prima.



Rispetto al 2017 (11 miliardi di flussi) la raccolta 2018 dei PIR risulta in contrazione; tuttavia è incoraggiante notare che questa riduzione risulta meno pronunciata rispetto a quella mostrata dal risultato dei fondi aperti nel loro complesso (77 miliardi nel 2017, poco più di mezzo miliardo lo scorso anno).

Quasi due terzi dei 72 fondi aperti PIR *compliant* censiti a fine anno, per un controvalore di circa 10,2 miliardi, sono stati lanciati successivamente all'entrata in vigore delle agevolazioni fiscali. La restante quota di fondi (altri 7,1 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 dalla disciplina vigente fino allo scorso anno.

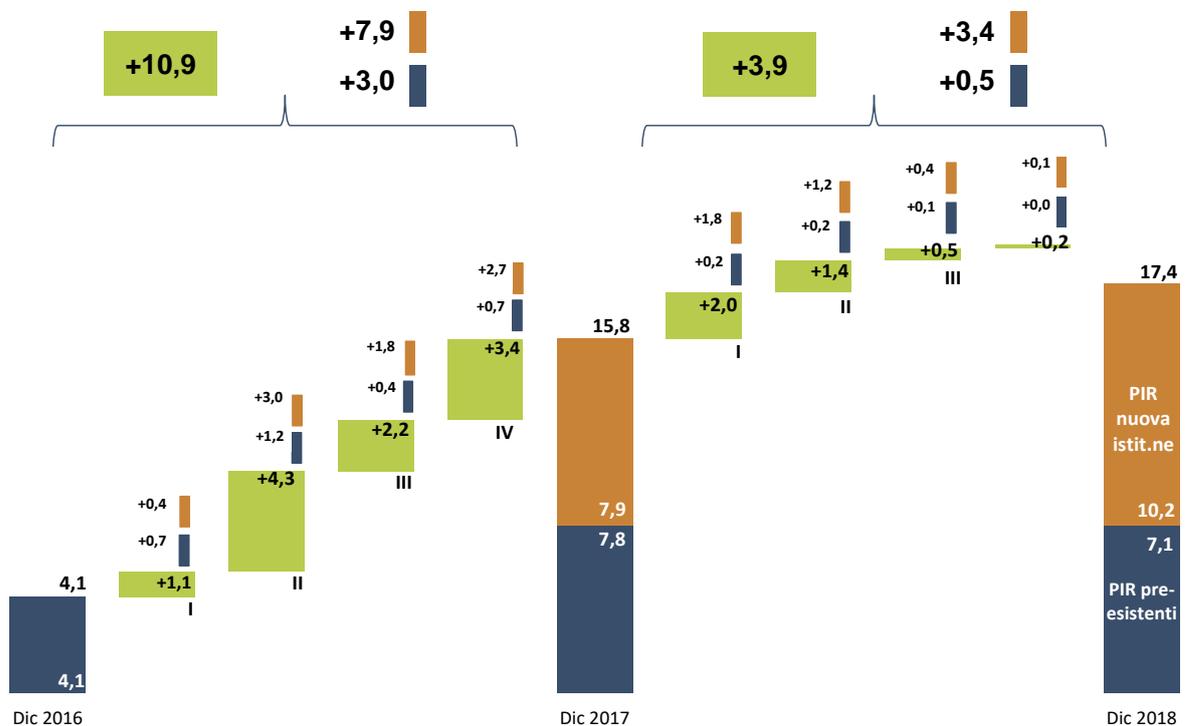


Figura 1. Fondi aperti PIR *compliant*. Patrimonio gestito e raccolta netta trimestrale. Miliardi di euro, 2017-2018.

Durante la prima metà del 2018 la raccolta si è mantenuta a livelli di poco inferiori alla media del 2017; per poi assottigliarsi nella seconda parte dell'anno in conseguenza dell'accentuarsi del calo dei mercati, in particolare dei segmenti *mid* e *small cap* del listino italiano.

Oggi, a poco più di due anni dal debutto del primo Piano individuale di risparmio, più di trenta operatori hanno nel loro ventaglio di offerta uno o più fondi PIR.



Guardando alle categorie di prodotti il 27% dell'offerta, in termini di patrimonio, è composta da fondi azionari specializzati nel mercato italiano, mentre una quota ancora più elevata, ovvero il 46%, è rappresentata da fondi bilanciati. Un altro 26% delle masse, poi, è confluito in fondi flessibili.

A giugno 2018 l'investimento medio dei PIR in azioni e obbligazioni di emittenti italiani *non appartenenti* all'indice FTSE MIB si attesta al 42% del portafoglio (7,8 miliardi di euro); esattamente il doppio del minimo imposto dalla normativa per godere dei benefici fiscali. L'investimento nell'AIM Italia (380 milioni di euro) pesa per il 2% del portafoglio dei PIR e rappresenta il 10% circa del flottante complessivo del mercato alternativo.

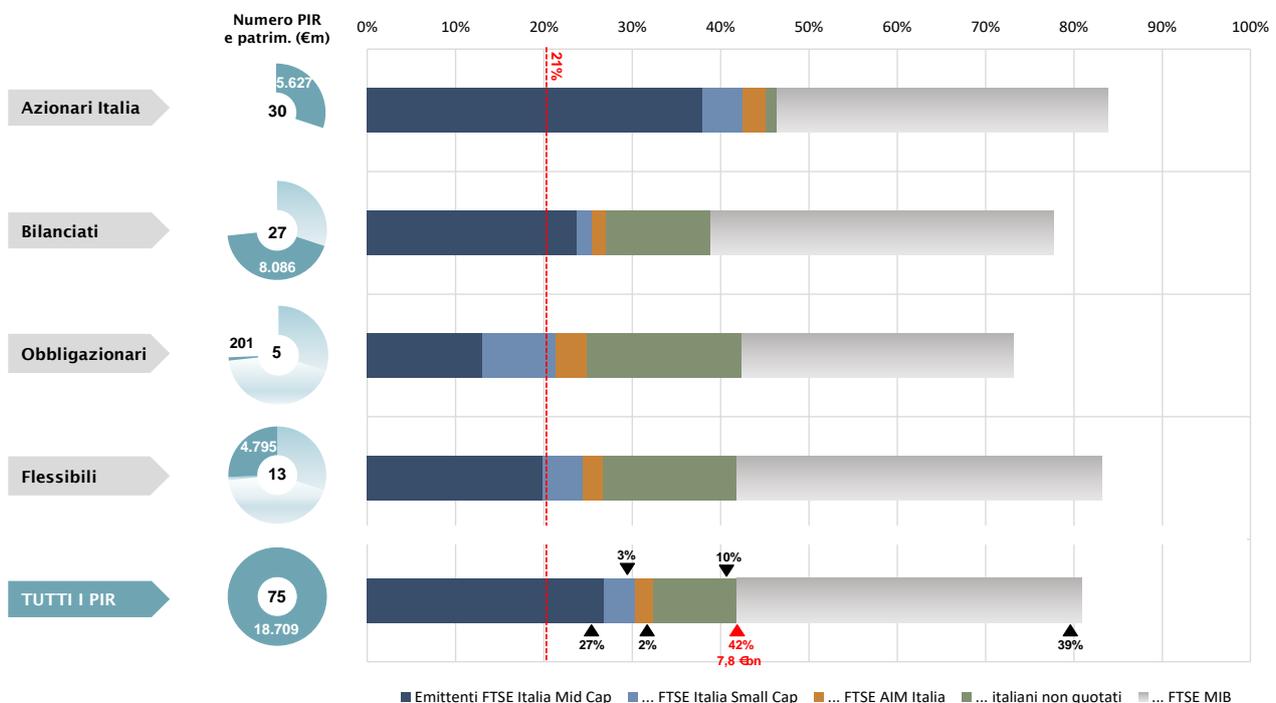


Figura 2. Fondi aperti PIR *compliant*. Composizione del portafoglio per tipologie di emittente. Giugno 2018. Elaborazione su dati Assogestioni, Morningstar e FTSE.

Esiste un generale consenso sul fatto che in questi due anni il PIR abbia dato un'ottima prova di sé. In particolare i piani di risparmio sono stati un elemento determinante per la crescita di interesse per la quotazione da parte delle imprese di media capitalizzazione. Il loro successo ha contribuito ad aprire una strada allo sviluppo di soluzioni di mercato per il finanziamento delle PMI complementari al canale bancario che solo fino a poco tempo fa sembrava del tutto preclusa.

Tuttavia proprio il successo dei PIR e il ruolo positivo che essi hanno giocato nello sviluppo del mercato finanziario italiano, rischiano ora di trasformarsi in un elemento di debolezza, in conseguenza delle modifiche del quadro normativo introdotte con la legge di Bilancio 2019.



Come noto, le novità introdotte all'inizio di quest'anno dal legislatore prevedono l'obbligo a carico dei PIR *di nuova istituzione* di investire almeno il 3,5% del patrimonio in PMI negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione come l'AIM e un altro 3,5% in fondi di *venture capital* specializzati in *start-up*.

Durante l'elaborazione delle modifiche normative l'Associazione, in più occasioni, ha fatto notare che nonostante in linea di principio questi nuovi vincoli siano ispirati ad una finalità condivisibile – portare le risorse dei PIR *anche* nella fase "più illiquida" del percorso di sviluppo degli emittenti – nel concreto essi si rivelano incompatibili con la direzione di crescita seguita dal mercato dei fondi PIR *compliant*; il quale, allo stato attuale, risulta composto esclusivamente da prodotti *aperti*.

L'incompatibilità origina dalla natura stessa del fondo aperto, il quale dovendo assicurare in ogni momento e a tutti i suoi sottoscrittori la liquidità dell'investimento, non può avere nel proprio portafoglio investimenti del tutto illiquidi come i fondi chiusi in questione e deve comunque mantenere una limitata esposizione agli strumenti finanziari meno liquidi (come richiamato in precedenza il peso *medio* dell'AIM nel portafoglio dei PIR è già intorno al 2%).

Tutto ciò si è tradotto, a partire dall'inizio di quest'anno, in un forte freno all'attività di promozione dei fondi PIR *compliant*, dal momento che l'offerta dei prodotti già attivi è stata giocoforza circoscritta ai risparmiatori già in possesso di quote a fine 2018.

1.2 Pan-European Personal Pension (PEPP)

Abbiamo iniziato a parlare di *Pan-European Personal Pension* (PEPP) già lo scorso anno quando la Commissione europea, nell'ambito della Capital Markets Union, ha pubblicato una proposta di Regolamento per la creazione di un prodotto pensionistico pan-europeo.

Nel corso del 2018 il Consiglio e il Parlamento europeo hanno presentato i loro emendamenti alla proposta della Commissione, avviando così un processo che ha portato a raggiungere, nel mese di dicembre, un compromesso sul testo definitivo del Regolamento.

Quella che sembrava essere soltanto un'ambiziosa proposta della Commissione sarà, dopo l'approvazione del Parlamento europeo prevista per la fine di marzo, un Regolamento, la cui pubblicazione sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea dovrebbe avvenire entro la fine del 2019.

Per la piena applicazione del Regolamento si dovrà poi attendere l'emanazione da parte della Commissione europea della regolamentazione di secondo livello, che sarà predisposta sulla base del lavoro tecnico svolto dall'EIOPA.

Il primo PEPP potrà, quindi, essere autorizzato non prima dell'inizio del 2022, momento nel quale dovrebbero essere state definite e pubblicate tutte le regole tecniche relative alla struttura e al funzionamento di questo nuovo prodotto di risparmio previdenziale.



I PEPP sono il simbolo di una grande sfida europea che ha come obiettivo principale quello di dar vita ad uno sviluppo e a una integrazione del mercato dei prodotti pensionistici individuali, offrendo in tal modo maggiori possibilità ai cittadini e ai lavoratori comunitari per la costruzione di pensioni adeguate e sostenibili.

Nello stesso tempo l'entrata in scena dei PEPP potrà rappresentare una significativa opportunità di crescita per gli operatori della nostra industria, che rientrano a pieno titolo tra i soggetti che possono istituire e gestire questo tipo di prodotto.

L'ingresso dei PEPP sul mercato potrà contribuire allo sviluppo della previdenza individuale, determinando un aumento di capitali destinati ad investimenti a lungo termine con evidenti benefici per la crescita dell'economia reale.

Il PEPP sarà un prodotto individuale di terzo pilastro ad adesione volontaria che potrà essere offerto in tutti gli Stati membri e che si andrà ad aggiungere ai prodotti previdenziali già presenti in ambito europeo per fornire una risposta ai problemi demografici e pensionistici dei cittadini dell'Unione europea.

La dimensione pan-europea del PEPP potrà rappresentare un vantaggio per i cosiddetti *mobile workers* i quali potranno avvantaggiarsi delle regole sulla portabilità previste dal Regolamento. Queste, infatti, consentiranno ai lavoratori che si spostano all'interno dell'Unione europea di poter continuare a contribuire nel medesimo prodotto di risparmio.

L'Associazione ha monitorato con costante attenzione il processo che ha portato alla definizione del testo di compromesso del Regolamento, presentando direttamente e attraverso EFAMA, proposte puntuali relative alle caratteristiche e alla struttura del PEPP.

Nonostante il Regolamento disciplini gli elementi chiave del PEPP come, ad esempio, l'autorizzazione e la registrazione, la portabilità, la distribuzione e la consulenza, la trasparenza informativa e le opzioni di investimento, restano ancora da definire molti aspetti tecnici per i quali è necessario attendere gli orientamenti dell'EIOPA e le decisioni della Commissione europea.

Il successo dei PEPP sarà, inoltre, condizionato dal loro regime fiscale e dalle soluzioni che saranno individuate per superare gli ostacoli fiscali connessi alla dimensione pan-europea del prodotto.

Ad oggi la Commissione europea, considerate le difficoltà di introdurre, a livello comunitario, un regime di tassazione armonizzato per i PEPP, si è limitata ad esortare, attraverso una raccomandazione, gli Stati membri a riconoscere a tali prodotti i medesimi sgravi fiscali concessi ai prodotti pensionistici domestici.

La raccomandazione non consente, tuttavia, di risolvere le criticità che derivano dalla presenza di modelli di tassazione differenti tra gli Stati membri e dai criteri di ripartizione della potestà impositiva sui redditi da pensione previsti nelle Convenzioni internazionali.

L'Associazione auspica che l'introduzione del PEPP in Italia sia da stimolo al legislatore nazionale per riaprire il dibattito sulla fiscalità dei prodotti pensionistici domestici, anche con riguardo al modello di tassazione attualmente adottato che,



a differenza del modello di tassazione EET maggiormente diffuso a livello comunitario, prevede l'applicazione di un prelievo fiscale anche sugli investimenti effettuati.

Assogestioni continuerà a lavorare a stretto contatto con le Istituzioni e le Autorità di vigilanza europee e nazionali, al fine di assicurare, anche durante la fase di definizione della regolamentazione di secondo livello, che i PEPP possano davvero rappresentare una risposta alle esigenze dei lavoratori e dei risparmiatori europei e un'opportunità di crescita e sviluppo per l'industria del risparmio gestito.

1.3 Finanza sostenibile

Nel 2018 sembra giunta a maturazione la consapevolezza, sia nelle istituzioni che tra gli operatori del settore, del ruolo che la nostra industria può e deve svolgere nel supportare la transizione del sistema economico verso una maggior sostenibilità sia dal punto di vista ambientale che sociale.

L'integrazione di criteri ESG (*Environmental, Social and Governance*) nella valutazione del rischio di investimento è ormai prassi comune nell'industria e la considerazione dell'impatto degli investimenti sull'ambiente e la società, accanto agli obiettivi - imprescindibili ma connessi - di profittabilità economica, fanno oramai parte del patrimonio di molti gestori ed investitori. Il raddoppio in un anno del patrimonio dei prodotti qualificati come Sostenibili e Responsabili (passati da 9 a 18 miliardi di euro nel 2018) è un chiaro segnale del *trend* in atto.

Alla luce del rapporto pubblicato dall'*High level Expert Group on Sustainability*, la Commissione europea ha pubblicato un *Action Plan* per la finanza sostenibile seguito da una serie di proposte normative e relative consultazioni in attuazione degli obiettivi di transizione del sistema economico finanziario verso un modello più resiliente e sostenibile. L'ambizioso programma e soprattutto le sue concrete modalità di attuazione sono ancora in fase di negoziazione tra le istituzioni europee ma è indubbio che il tema della sostenibilità rientri a pieno diritto tra le sfide principali che l'industria deve oggi affrontare.

Assogestioni monitora e contribuisce attivamente al dibattito in corso e al processo legislativo, sia a livello nazionale che in sede europea. Per meglio adempiere al proprio ruolo di rappresentante dell'industria anche in quest'ambito, Assogestioni partecipa all'Osservatorio Italiano sulla Finanza Sostenibile, istituito a gennaio 2018 presso il Ministero dell'Ambiente, della Tutela del Territorio e del Mare con l'obiettivo di promuovere attività finanziarie sostenibili e incoraggiare il ruolo della finanza "verde" a sostegno di una reindustrializzazione sostenibile anche in coerenza con gli obblighi internazionali assunti dal nostro Paese.

L'Associazione si adopera affinché le norme in discussione siano coerenti con gli obblighi dei gestori nei confronti dei risparmiatori, con la modalità di funzionamento delle SGR e costituiscano, allo stesso tempo, un effettivo sprone alla crescita dei flussi finanziari che supportano la transizione verso la sostenibilità e



all'innovazione finalizzata ad una maggior efficienza ed efficacia degli strumenti finanziari.

1.4 Formazione e progetto "Il tuo 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 decima 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.

Dopo il successo della prima edizione, nel 2017, del programma "Il tuo Capitale Umano" (ICU), lanciato per avvicinare l'industria del risparmio gestito ai giovani talenti e rilanciare la nostra industria come "*employer*" attraente, è continuato l'impegno dell'Associazione in quest'area che è arrivato a stabilire rapporti con una ventina di atenei e raggiungere oltre 2.000 ragazzi.

L'iniziativa - che 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 - ha aiutato l'inserimento nell'industria di risorse provenienti da un ampio spettro di atenei.

1.5 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. Già nel 2013 si è fatto un 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 di *Stewardship* hanno poi subito una revisione, da considerarsi una naturale operazione di *fine-tuning* delle precedenti versioni, 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, a partire dall'esercizio 2015, ha avviato un monitoraggio sullo stato di applicazione, affidato a EY quale soggetto esterno ed indipendente. EY ha sviluppato e aggiorna ogni anno un apposito questionario, in collaborazione con il Gruppo di lavoro *Stewardship*, da sottoporre agli aderenti ai Principi di *Stewardship*.

Nel 2018 le società coinvolte sono state 19, di cui 14 italiane, con un totale di capitale gestito investito in emittenti con strumenti quotati in Italia pari a oltre 30 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*. Si è assistito quindi a una crescita del numero dei partecipanti al



monitoraggio, considerato che nel 2016 avevano preso parte 12 società, di cui 10 italiane, mentre nel 2017 le società coinvolte sono state 18, di cui 13 italiane.

Questi dati rappresentano un 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, in un contesto nel quale il ruolo degli investitori istituzionali diventa sempre più fondamentale nella dialettica propria di una buona *corporate governance*. Ci aspettiamo una continua 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.

L'entrata in vigore dello schema di decreto legislativo per l'attuazione della direttiva (UE) 2017/828 (SRD II) del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, attesa per il prossimo giugno, darà avvio a una ulteriore revisione dei Principi di *Stewardship* con l'obiettivo di completarne l'allineamento alla nuova disciplina. Alla riflessione in vista del recepimento della SRD II nell'ordinamento italiano si è affiancata l'occasione della revisione del codice di *stewardship* europeo, per cui negli ultimi anni è cresciuta ancora di più la consapevolezza dell'importanza dell'esercizio delle attività di monitoraggio, *engagement* e voto.



2. Quadro di mercato

A partire dalla primavera del 2018 il mercato del risparmio gestito (fondi e gestioni di portafoglio) è entrato in una fase di incertezza che si è riflessa nel dato di raccolta relativa al secondo trimestre, tornato in negativo per 4,9 miliardi di euro, interrompendo così una serie positiva che durava da più di 5 anni. Il dato relativo all'intero anno si mantiene tuttavia positivo per circa 10 miliardi (contro i 97 del 2017), grazie, in particolare, al buon risultato dei mandati.

Il ritorno, dopo tanto tempo, della volatilità sui flussi trimestrali trova la sua principale motivazione nella reazione di numerosi investitori all'intonazione negativa assunta dai rendimenti delle principali *asset class* che ha contraddistinto lo scorso anno, in particolare la sua seconda parte. Essa è anche alla base della contrazione del patrimonio complessivamente gestito dalla nostra industria che a fine 2018 risulta attestato a 2.017 miliardi di euro (-3,4% su base annua).

La risposta avversa dei flussi all'andamento dei mercati è segno della presenza nel mercato di un'importante componente pro-ciclica. Non è una novità e non è neppure un'esclusiva italiana: a livello europeo la raccolta dei fondi comuni risulta praticamente ferma dal secondo trimestre 2018 e nell'ultima parte dell'anno è passata in territorio negativo. Ma è anche il segnale che vi è ancora molta strada da fare sulla via dell'irrobustimento della domanda di servizi di gestione per il lungo termine, previdenza complementare *in primis*; i quali, per via del loro naturale orizzonte di investimento, potrebbero dare un significativo contributo in termini di stabilità dei flussi.

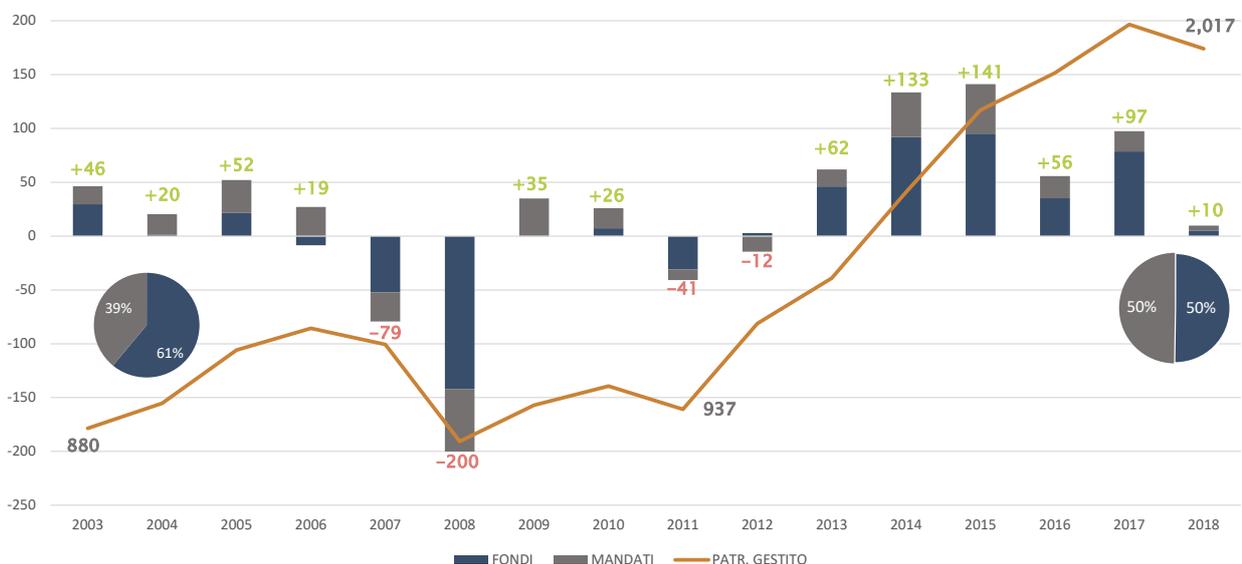


Figura 3. Patrimonio gestito e raccolta (miliardi di euro) suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anni 2003-2018.



La ripartizione del patrimonio gestito per tipologia di prodotto vede la sostanziale parità tra i prodotti di gestione collettiva (fondi comuni aperti e chiusi, rispettivamente il 47% e il 3% del totale) e i servizi di gestione di portafoglio su base discrezionale (mandati conferiti da clienti istituzionali e *retail*, rispettivamente il 44% e il 6% del totale).

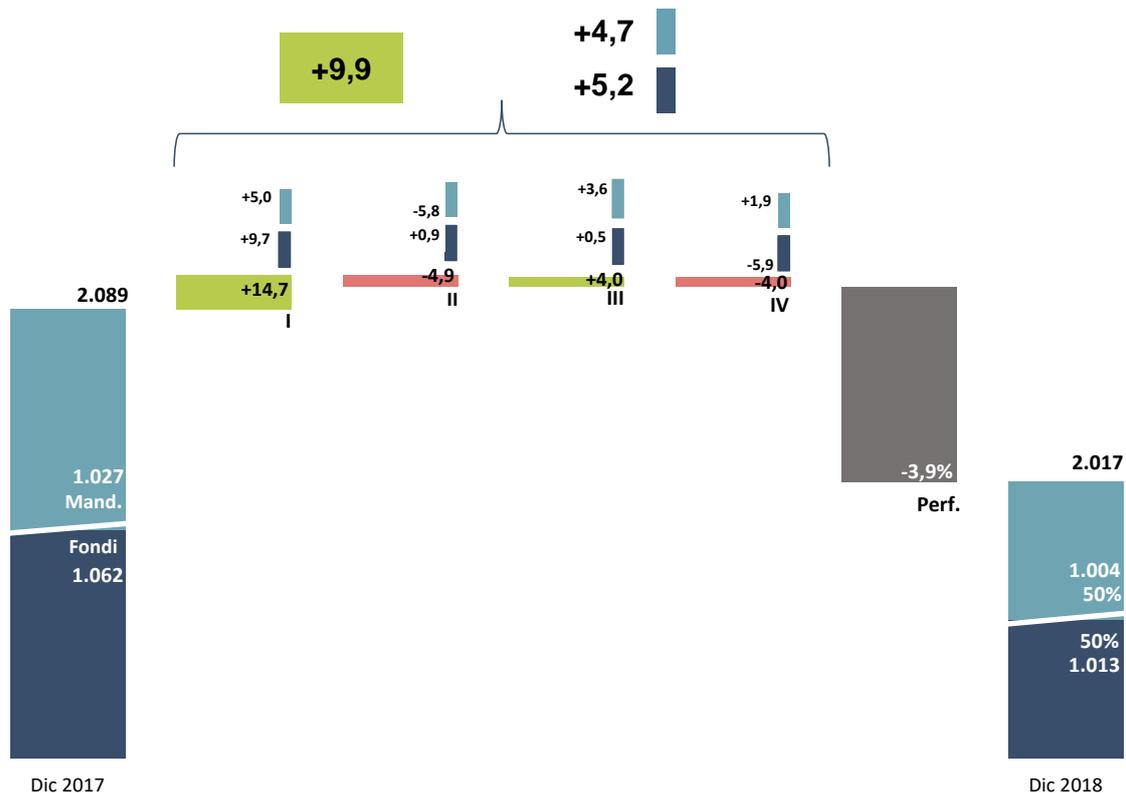


Figura 4. Patrimonio gestito, raccolta netta trimestrale (miliardi di euro) ed effetto *performance* suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anno 2018.

2.1 Fondi aperti

Gli effetti della volatilità dei mercati e della crescente incertezza che questa ha determinato nelle scelte degli investitori sono particolarmente evidenti nei dati di raccolta dei fondi aperti, i quali dopo una prima fase dell'anno in positivo, a partire da giugno hanno cambiato di segno e si sono aggravati nel corso dell'ultimo trimestre (-8,7 miliardi). Nell'arco dei dodici mesi la raccolta si è fermata poco sopra lo zero a +670 milioni di euro.

In prospettiva storica questo risultato segna una battuta di arresto della lunga fase di crescita cominciata nella seconda metà del 2012, periodo durante il quale l'industria dei fondi ha beneficiato, in una prima fase, del ridimensionamento del ricorso degli istituti di credito al *funding* presso la clientela *retail*, frutto delle



politiche di sostegno della BCE, e in una seconda fase, dell'azione di diversificazione delle fonti di ricavo perseguita dalla maggioranza degli operatori bancari attraverso la valorizzazione dei servizi di collocamento e consulenza sui prodotti di risparmio gestito.

A fine 2018 il patrimonio complessivo dei fondi risulta pari a 955 miliardi di euro, in contrazione del 5,5% rispetto al dato dell'anno precedente. Il 25% degli attivi è rappresentato da prodotti istituiti in Italia mentre un altro 32% è appannaggio di fondi istituiti all'estero da parte di società di gestione facenti parte di gruppi italiani (c.d. fondi *round-trip*).

Infine il 43% del patrimonio è rappresentato da fondi istituiti fuori dal nostro Paese da gruppi di gestione internazionali. Questo valore, particolarmente elevato, soprattutto se rapportato al contesto europeo, è un chiaro indice dei notevoli progressi dell'apertura alla competizione di prodotto, in particolare di quello con targa estera, verificatasi negli ultimi quindici anni nel mercato italiano dei fondi.

Nel corso dell'anno la raccolta netta dei prodotti italiani si è attestata a -3,4 miliardi di euro. Positivi, anche se di poco, i dati relativi ai fondi *round-trip* (+1,4) ed esteri (+2,8).

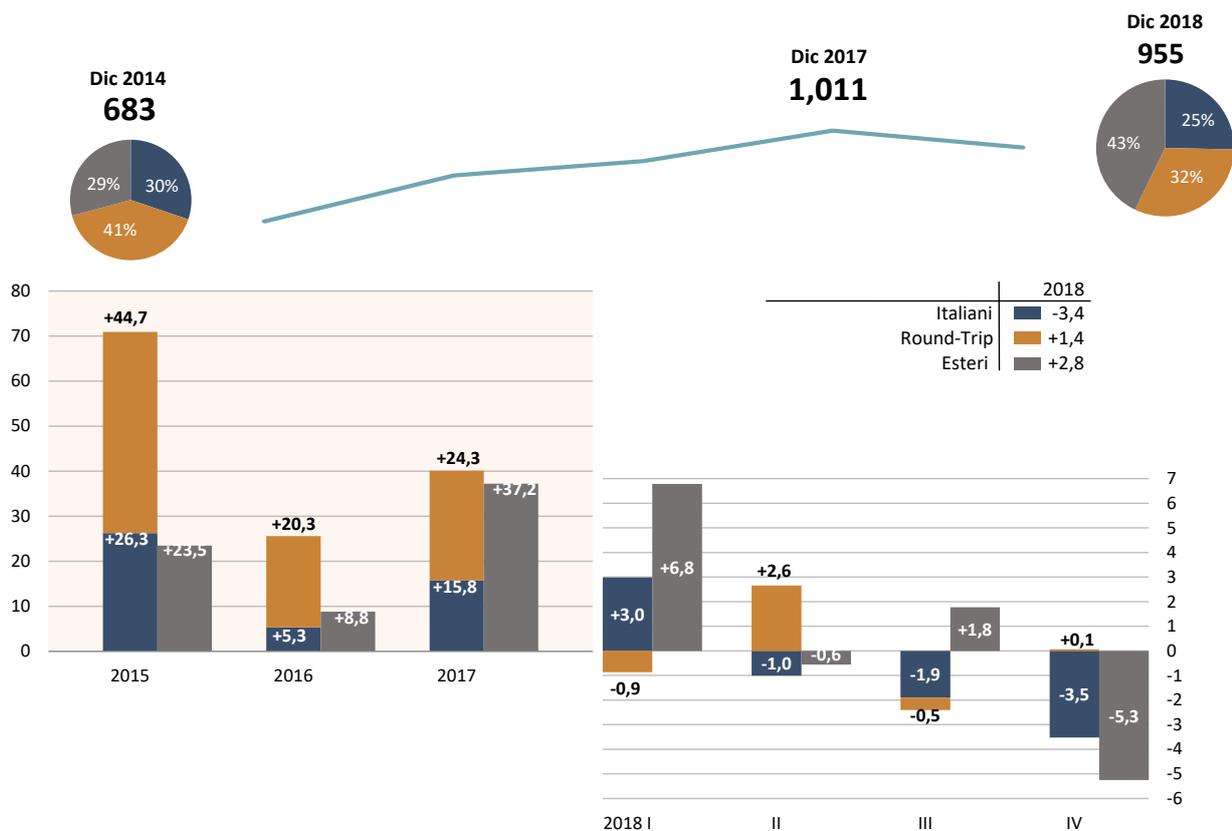


Figura 5. Fondi aperti: patrimonio gestito e raccolta per diritto del prodotto (miliardi di euro). Anni 2015-2018.



Analizzando i dati di flusso per *asset class*, tra i fondi azionari il dato negativo relativo ai prodotti specializzati sui mercati del vecchio continente (-3,5 miliardi) contrasta con l'interesse mostrato dagli investitori per i fondi a vocazione internazionale (+3,5) e per quelli con specifiche specializzazioni settoriali e/o tematiche (+4).

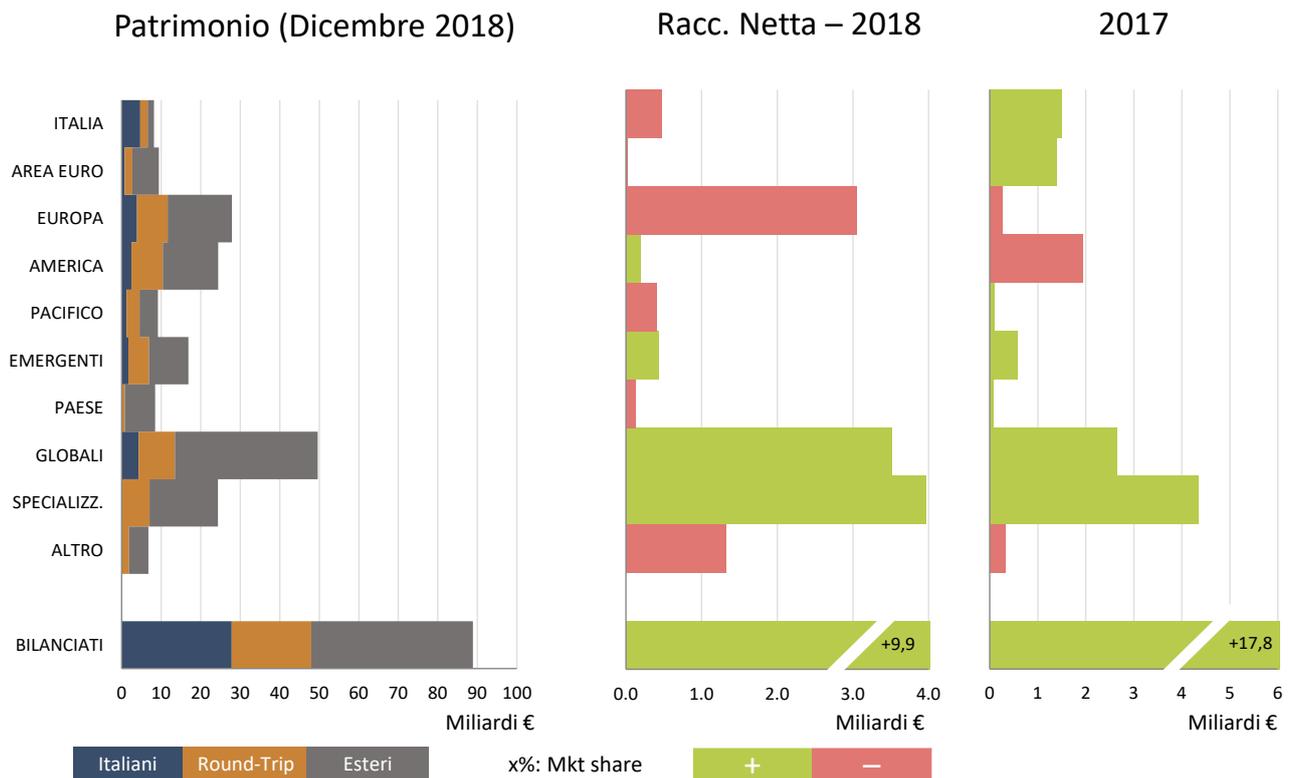


Figura 6: Fondi azionari e bilanciati. Patrimonio e raccolta netta (miliardi di euro).

Agli importanti flussi in uscita dalla generalità delle categorie obbligazionarie (complessivamente -27,1 miliardi), alimentati con ogni probabilità da previsioni circa un possibile innalzamento dei tassi, fa da contraltare, in una logica di riallocazione del rischio, il forte interesse per i fondi *multi-asset*.

Ed infatti anche nel 2018 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 in alcuni casi, soprattutto tra i prodotti italiani, si caratterizzano per la previsione di un orizzonte temporale predefinito. L'interesse dei risparmiatori verso queste proposte di investimento trova riscontro nel dato di raccolta dei fondi flessibili (+8,1 miliardi) e di quelli bilanciati (+9,9 miliardi).

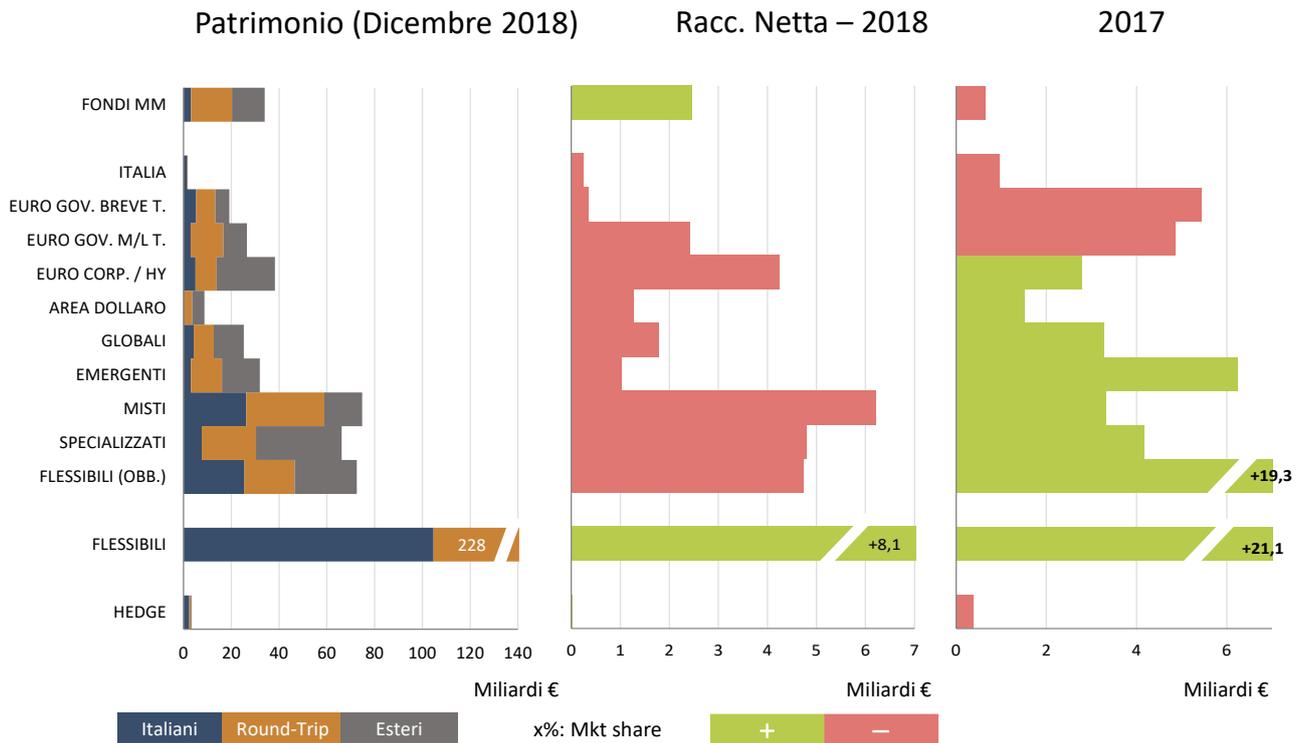


Figura 7: Fondi di mercato monetario, obbligazionari flessibili e *hedge*. Patrimonio e raccolta netta (miliardi di euro).

2.2 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 50% della fine del 2018, equivalente a 1.003 miliardi di euro (-2% rispetto al 2017).

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 707 miliardi.

I mandati conferiti dalle forme di previdenza ammontano a 94 miliardi di euro, pari al 9% del totale delle gestioni di portafoglio. Le dimensioni relativamente modeste di questo segmento sono da attribuire all'insufficiente sviluppo del risparmio previdenziale nel nostro Paese.

Il 13% delle gestioni di portafoglio, pari a 125 miliardi di euro, è rappresentato da prodotti dedicati alla clientela *retail*. 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.

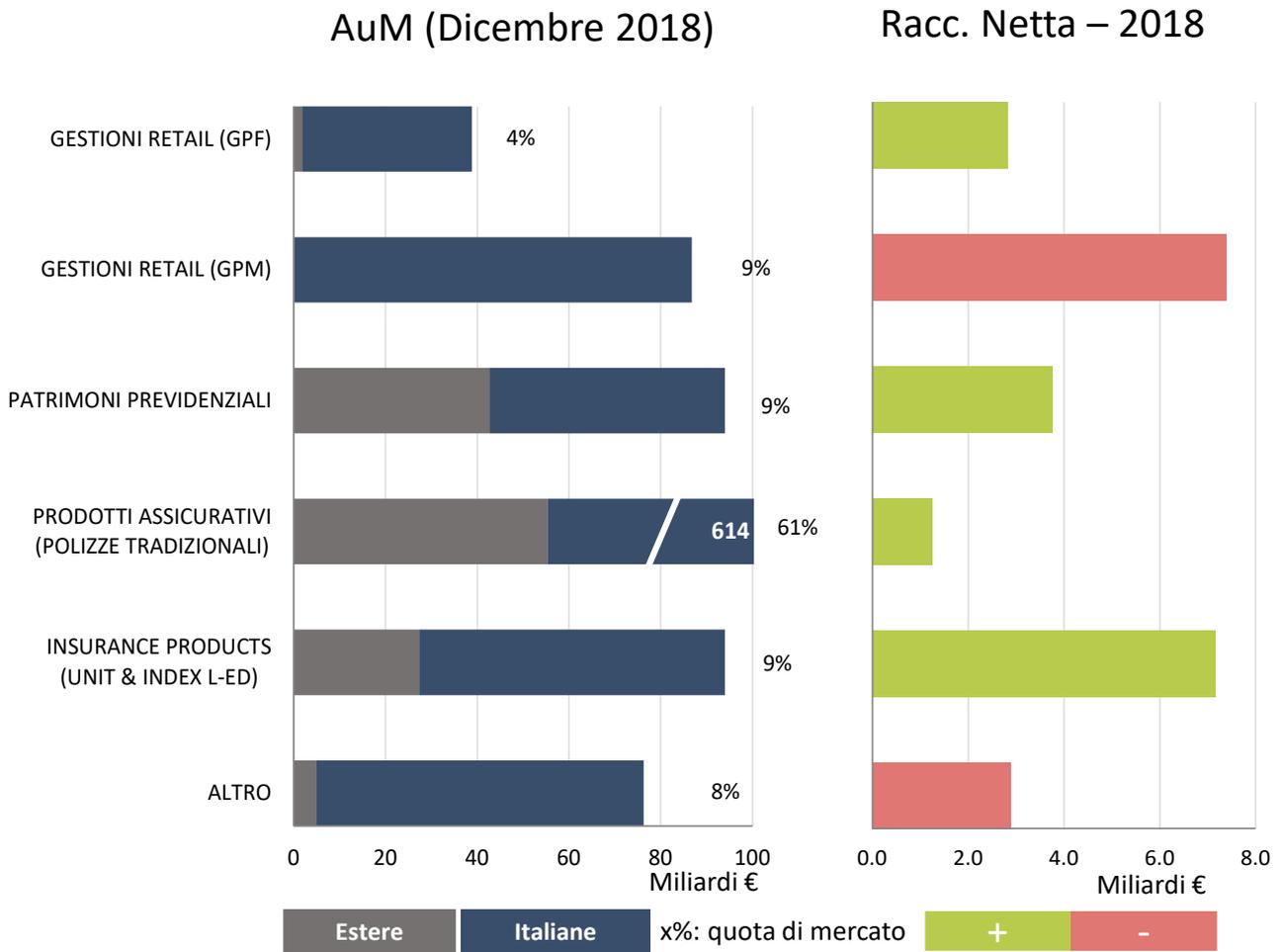


Figura 8. Gestioni di portafoglio. Patrimonio e raccolta netta (miliardi di euro).



3. Evoluzione del quadro normativo e fiscale

3.1 Regolamentazione nazionale

3.1.1. UCITS-AIFMD. Le politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari. Deroga per il personale operante nelle SGR, SICAV e SICAF di gruppo bancario.

Nel novembre 2018 la Banca d'Italia ha provveduto ad aggiornare la propria Circolare n. 285/2013 con particolare riferimento alle "Disposizioni di vigilanza in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari" (di seguito, le 'Disposizioni'), al fine di adeguare il quadro normativo nazionale agli Orientamenti emanati in materia di sane politiche di remunerazione, adottati dall'EBA in attuazione della CRD IV, nonché ad altri recenti indirizzi definiti nelle sedi internazionali, nella medesima materia. In tale contesto, la Banca d'Italia - accogliendo le richieste avanzate dall'Associazione - ha modificato il regime per l'applicazione delle regole sui compensi nell'ambito dei gruppi introdotto nel 2014 in attuazione della CRD IV, riconoscendo la possibilità per le società capogruppo di un gruppo bancario (o di SIM) di non applicare la regola del limite al rapporto variabile/fisso (c.d. *cap*) ai gestori appartenenti al gruppo, secondo quanto stabilito nella disciplina transitoria e finale delle Disposizioni. In particolare, nel resoconto della consultazione la Banca d'Italia - valorizzando quanto rappresentato da questa Associazione nella lettera del 19 dicembre 2016, prot. n. 401 - ha sottolineato che l'introduzione della suddetta modifica tiene conto: (i) della scelta operata da altri Stati membri dell'UE (tra cui la Francia, il Regno Unito e la Germania), di derogare all'applicazione del *cap* nei gestori di un gruppo, con effetti rilevanti in termini di parità concorrenziale in ambito europeo tra i gruppi bancari (e le società di gestione del risparmio che ne fanno parte); (ii) della scelta operata dal legislatore europeo di prevedere una disciplina per le società di gestione del risparmio che contiene regole sulle remunerazioni pienamente allineate a quelle della CRD IV, ad eccezione proprio della regola del *cap*, che dunque non trova applicazione per i gestori che non appartengono a gruppi bancari o di SIM; (iii) delle specificità delle attività svolte dai gestori rispetto a quelle prestate dalle altre componenti di un gruppo bancario o di SIM, nonché dalla maggiore autonomia che caratterizza le società di gestione nell'ambito dei gruppi rispetto alle altre componenti; (iv) del negoziato in corso presso le istituzioni europee per la revisione della CRD, nell'ambito del quale si sta valutando la possibilità di introdurre deroghe specifiche all'applicazione delle regole della CRD per i gestori appartenenti a gruppi bancari. Nello specifico, nella Sezione VII delle Disposizioni, che contiene il regime transitorio per la prima applicazione delle nuove regole, al paragrafo 2 viene stabilito che - in deroga a quanto previsto per l'applicazione delle regole nell'ambito dei gruppi - le società capogruppo di un gruppo bancario (o di SIM) possono non applicare la regola sul limite al rapporto tra la componente variabile e quella fissa, ovvero sia il *cap* del 100-200% al personale di una SGR, SICAV o SICAF ("gestore") appartenente al gruppo, identificato dalla capogruppo come più rilevante per il gruppo, se questo personale svolge attività esclusivamente per il gestore stesso e non anche, quindi, per altre società del gruppo. Resta fermo il rispetto delle altre regole in materia di



remunerazioni applicabili al personale dei gestori appartenenti al gruppo ai sensi delle Disposizioni. Poiché la deroga introdotta dalla Banca d'Italia potrebbe essere in futuro riconsiderata, alla luce delle scelte che verranno adottate ad esito del negoziato europeo per la revisione della CRD e degli interventi che l'EBA potrà eventualmente intraprendere in attuazione del nuovo quadro normativo sovranazionale, la Banca d'Italia, in considerazione dell'incertezza del quadro normativo di riferimento, invita gli intermediari a valutare, con particolare attenzione, l'opportunità di avvalersi della deroga dall'applicazione del *cap* per il personale dei gestori di gruppo.

3.1.2. MiFID II. L'attuazione della Direttiva 2014/65/UE

Il documento di consultazione della Banca d'Italia.

In data 23 agosto 2018, la Banca d'Italia ha sottoposto a consultazione pubblica uno schema di disposizioni volte a completare l'adeguamento del quadro normativo italiano al pacchetto MiFID II/MiFIR nelle materie assegnate alla competenza esclusiva dell'Autorità. Lo schema di nuovo regolamento prevede un rafforzamento del sistema dei controlli interni dei gestori nonché dei presidi di governo societario. Tale rafforzamento viene realizzato attraverso l'applicazione ai gestori delle regole introdotte per gli intermediari che prestano servizi di investimento. Si tratta di una scelta nazionale, non imposta dalla normativa europea, che la Banca d'Italia giustifica sulla base delle seguenti motivazioni: (i) compatibilità delle modifiche apportate rispetto al quadro normativo di riferimento; (ii) organicità dell'intera disciplina di *governance* dei soggetti vigilati; (iii) coerenza con l'evoluzione degli assetti di governo societario dei gestori; (iv) applicazione delle regole secondo il principio di proporzionalità.

Più in dettaglio, le principali innovazioni in materia di *governance* dei gestori, concernono: (i) i flussi informativi, con una particolare enfasi sulle riunioni degli organi sociali e percorsi formativi, volti ad assicurare l'aggiornamento delle conoscenze e competenze del *board* nel tempo; (ii) il processo di autovalutazione periodico degli organi sociali, avente ad oggetto una verifica qualitativa circa l'efficacia e l'efficienza dell'azione degli organi stessi; (iii) la composizione qualitativa degli organi sociali, in termini di diversificazione del *board*, anche attraverso la presenza di consiglieri non esecutivi e indipendenti dotati di compiti specifici, di competenze richieste a tutti i consiglieri, di processo di nomina e revoca degli stessi (solo per i gestori di maggiori dimensioni è introdotto un numero minimo di consiglieri indipendenti rispetto al totale dei consiglieri, pari a $\frac{1}{4}$); (iv) le previsioni in materia di comitati ("nomine", "rischi" e "remunerazioni") solo per i gestori significativi, che già sono destinatari dell'obbligo di istituire il comitato remunerazioni (da cui consegue la presenza di consiglieri indipendenti). In continuità con le previsioni riguardanti quest'ultimo, anche per l'istituzione dei comitati "nomine" e "rischi" sono applicabili – in forza dei rinvii alla disciplina degli intermediari che prestano servizi di investimento – alcune semplificazioni (es. i gestori appartenenti a un gruppo bancario o di SIM, che non siano quotati, possono non dotarsi di tali comitati); (v) il divieto di cumulare la carica di presidente del



consiglio di amministrazione con quella di amministratore delegato, in un'ottica di salvaguardia del ruolo *super partes* del presidente e della dialettica interna al *board*.

Assogestioni ha partecipato alla predetta consultazione osservando innanzitutto, in linea generale, che la scelta di estendere ai gestori le regole introdotte per gli intermediari che prestano servizi d'investimento, le quali a loro volta sono predisposte tenendo conto delle regole dettate per le banche, necessita, ad avviso della stessa Associazione, di una maggiore graduazione, tenuto conto delle peculiarità dei gestori sia sul piano della struttura dell'ente che dell'attività svolta: ciò è particolarmente evidente con riguardo alla definizione dei requisiti di indipendenza, nonché alla composizione e al funzionamento del consiglio di amministrazione e dei comitati endo-consiliari. Altresì, sempre sul piano delle considerazioni generali, Assogestioni ha osservato inoltre che, al fine di consentire alle SGR di provvedere all'adeguamento normativo secondo tempi congrui sia opportuno prevedere che l'adeguamento stesso – specie laddove incida sul numero e sulla composizione degli organi sociali o, comunque richieda interventi sul testo statutario – possa essere realizzato entro un determinato lasso temporale dalla data di entrata in vigore del nuovo Regolamento, ad esempio entro l'assemblea di approvazione del bilancio dell'esercizio successivo rispetto a quello di entrata in vigore del Regolamento stesso.

Oltre alle considerazioni più generali di cui sopra, Assogestioni ha formulato nella propria risposta alcune specifiche osservazioni, relative in particolare: (i) alle definizioni di componenti esecutivi e consiglieri indipendenti, come declinati nel documento oggetto di consultazione; (ii) all'istituzione e composizione dei comitati endo-consiliari; (iii) al sistema dei controlli interni; (iv) alle previsioni in tema di delega di funzioni.

Il recepimento da parte della Consob degli Orientamenti emanati dall'ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza, nel quadro della MiFID.

Nel maggio 2018 l'ESMA ha pubblicato sul proprio sito internet il *Final Report* contenente una nuova versione degli Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza che supera la precedente edizione del 2012. La pubblicazione del *Final Report* fa seguito a una pubblica consultazione condotta dall'ESMA nel 2017 alla quale anche l'Associazione ha partecipato inviando il proprio contributo. Il predetto *Final Report* prevedeva che gli Orientamenti fossero tradotti nelle lingue ufficiali dell'Unione europea e pubblicati sul sito internet dell'ESMA; da quel momento le autorità nazionali avrebbero avuto due mesi di tempo per notificare all'ESMA la propria conformità ad essi ovvero l'intenzione di conformarsi.

Ciò premesso, in data 30 novembre 2018, la Consob ha pubblicato, sul proprio sito istituzionale, un avviso in merito agli Orientamenti emanati dall'ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza, nel quadro della direttiva MiFID II. Attraverso il predetto avviso la Consob anzitutto ha reso noto che l'ESMA, il 6 novembre u.s., ha pubblicato, sul proprio sito *internet*, la traduzione ufficiale in lingua italiana, delle "*Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*", adottate



dall'Autorità europea in data 28 maggio 2018, ai sensi dell'art. 16 del Regolamento (UE) n. 1095/2010 (Regolamento ESMA). Gli Orientamenti in lingua italiana, unitamente al testo integrale del *Final report* in lingua inglese, sono altresì disponibili sul sito *internet* della Consob. Con l'avviso in questione la Consob ha reso altresì nota la propria decisione di conformarsi agli Orientamenti in questione, integrandoli nelle proprie prassi di vigilanza. A partire dall'8 marzo 2019, dunque, gli intermediari, sottoposti alla vigilanza della Consob, saranno tenuti a rispettare gli indirizzi interpretativi resi dall'ESMA attraverso gli Orientamenti e, contestualmente, cesseranno di applicarsi i precedenti Orientamenti emanati in materia nel quadro della MiFID I.

La pubblicazione da parte della Consob delle Q&A in tema di conoscenza ed esperienza ai sensi della MiFID II - I corsi di formazione organizzati dall'Assogestioni.

La direttiva MiFID II ha introdotto importanti innovazioni nella regolamentazione dei servizi di investimento allo scopo di accrescere il grado di protezione degli investitori. Particolare attenzione è dedicata alla formazione del personale degli intermediari finanziari, a cui sono richieste conoscenze (che devono essere adeguatamente accertate) e competenze aggiornate e adeguate per adempiere correttamente agli obblighi nei confronti dei clienti-risparmiatori. L'articolo 25, paragrafo 1, della MiFID II prevede che gli Stati membri prescrivano alle imprese di investimento di garantire e dimostrare alle autorità competenti, su loro richiesta, che le persone fisiche che forniscono consulenza alla clientela in materia di investimenti o informazioni su strumenti finanziari, servizi d'investimento o servizi accessori per conto dell'impresa d'investimento siano in possesso delle necessarie conoscenze e competenze. Il medesimo articolo attribuisce, da un lato, agli Stati membri il compito di pubblicare i criteri da utilizzare per valutare tali conoscenze e competenze, dall'altro, all'ESMA il compito di adottare orientamenti che precisino i criteri di valutazione delle conoscenze e competenze, al fine di favorire un livello adeguato di convergenza nell'attuazione del citato articolo 25 della MiFID II.

Alle disposizioni MiFID hanno fatto seguito, in ordine di tempo, le "*Guidelines for the assessment of knowledge and competence*" (c.d. Orientamenti ESMA) pubblicate dall'ESMA a fine 2015 e tradotte e pubblicate nella lingua ufficiale di ciascuno Stato membro nel marzo 2016. Al fine di conformarsi agli Orientamenti, la Consob ha svolto una serie di consultazioni sfociate nell'adozione, il 15 febbraio 2018, della delibera n. 20307 (c.d. Regolamento Intermediari) con la quale i predetti requisiti di conoscenza e competenza sono stati inseriti nel *corpus* delle disposizioni applicabili agli intermediari nello svolgimento della propria attività.

Successivamente all'adozione del Regolamento Intermediari, la Consob ha pubblicato sul proprio sito le Q&A in tema di requisiti di conoscenza e competenza del personale degli intermediari, il cui obiettivo è quello di fornire orientamenti applicativi sulle numerose istanze ricevute. Entro il 2019 è intenzione della Consob procedere alla verifica della disciplina in argomento, nell'ottica di valorizzare l'autonomia decisionale dei soggetti abilitati e la salvaguardia della posizione



competitiva dell'industria italiana, fermo restando l'obiettivo della tutela degli investitori.

Con una apposita circolare l'Assogestioni ha fornito alle proprie Associate un primo inquadramento della disciplina dettata in materia di requisiti di conoscenza e competenza, tenuto conto anzitutto della normativa vigente e, al contempo, dei chiarimenti forniti sul tema dall'ESMA nei citati Orientamenti nonché dalla Consob nel documento sugli esiti della consultazione del 16 febbraio 2018 e nelle suddette Q&A.

Per quanto attiene all'onere di partecipazione, almeno annuale, a corsi di formazione nel continuo, Assogestioni, a beneficio del personale delle associate, ha organizzato un primo corso in aula (*Knowledge and Competence Programme - Formazione continua ai sensi della MiFID II*), con la presenza di esponenti di Assogestioni e di esperti del settore. Tale corso si è già tenuto nei mesi di gennaio e febbraio 2019, è stato articolato in 4 giornate e si è concluso con lo svolgimento in aula di un test di verifica delle conoscenze acquisite, conformemente a quanto disposto dall'art. 81 del Regolamento Intermediari.

3.1.3. Regolamento Benchmark - I chiarimenti dell'Assogestioni su taluni obblighi informativi nei confronti dei clienti.

Nel corso del 2018 l'Associazione ha fornito alcuni chiarimenti sugli obblighi informativi cui sono tenute le SGR che fanno uso di un indice di riferimento per la misurazione delle *performance* di un fondo di investimento ai sensi del Regolamento (UE) 2016/1011. Come noto il Regolamento *Benchmark* - al fine di tutelare gli investitori e, più in generale, i consumatori, e di garantire l'integrità dei mercati e la stabilità - ha introdotto disposizioni che si rivolgono non solo ai fornitori di *benchmark*, ma anche ai soggetti vigilati (tra cui le SGR), affinché questi facciano esclusivo utilizzo dei soli *benchmark* prodotti da amministratori ricadenti nell'ambito di applicazione del Regolamento *Benchmark*. Per le SGR che fanno uso di un *benchmark* per la misurazione della *performance* di un fondo di investimento, il Regolamento *Benchmark* prevede alcuni obblighi informativi ai clienti, in relazione ai quali l'Associazione ha fornito talune indicazioni operative per agevolarne il relativo adempimento da parte delle SGR.

3.1.4. Regolamento (UE) 2017/1131 sui fondi di mercato monetario. Le indicazioni operative della Banca d'Italia per gli OICR esistenti.

Con la circolare prot. n. 1502937/18 del 21 dicembre 2018 la Banca d'Italia ha fornito talune indicazioni operative per gli OICR esistenti in ordine agli adempimenti derivanti dall'entrata in vigore del Regolamento (UE) 2017/1131 del 14 giugno 2017 sui fondi comuni monetari (c.d. Regolamento FCM), accogliendo gran parte delle richieste avanzate da questa Associazione. In particolare, tali indicazioni si inscrivono nella cornice normativa tratteggiata dal Regolamento FCM il quale, integrando il quadro normativo europeo e nazionale applicabile in materia di



gestione collettiva del risparmio, introduce norme direttamente applicabili a tutti gli OICR (OICVM e FIA) stabiliti, gestiti e/o commercializzati nell'UE che, a prescindere dalla denominazione, "investono in attività a breve termine" e "sono finalizzati all'obiettivo di offrire rendimenti in linea con i tassi del mercato monetario o di mantenere il valore dell'investimento ovvero ad entrambi gli obiettivi".

3.1.5. Adozione del Decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107, recante norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2016, relativo agli abusi di mercato.

In data 14 settembre 2018 è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale, Serie Generale n. 214, il Decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107, recante norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2016, relativo agli abusi di mercato e che abroga la direttiva 2003/6/CE e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE. Il Decreto, adottato in attuazione della Legge di delegazione europea 2016/2017 (Legge 25 ottobre 2017, n. 163) ed entrato in vigore lo scorso 29 settembre, integra e modifica le disposizioni del Testo Unico della Finanza (TUF) al fine di adeguarle alle previsioni del Regolamento (UE) n. 596/2014 (c.d. "MAR"), con particolare riferimento alle misure sanzionatorie.

Fra le principali novità previste dal MAR e richiamate dal Decreto, con modifiche di adeguamento e/o coordinamento, si rammentano, *inter alia*: (i) l'estensione dell'ambito di applicazione della disciplina rilevante anche agli strumenti finanziari negoziati sui sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e sui sistemi organizzati di negoziazione (OTF), ai mercati delle *commodity* e delle quote di emissione, nonché alle condotte connesse a indici di riferimento (*benchmark*); (ii) la previsione di una serie di esenzioni, di condotte legittime e di pratiche di mercato accettate; (iii) la possibilità di effettuare sondaggi di mercato alle condizioni previste dal MAR. Infine, per quanto riguarda le sanzioni penali e amministrative previste dalla Direttiva 2014/57/UE e dal MAR, la relativa disciplina sanzionatoria è stata inserita nella parte V del TUF.

3.1.6. 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, noto come GDPR, è divenuto pienamente applicabile a partire dal 25 maggio 2018. In seguito, è stato emanato il D.lgs. n. 101 del 10 agosto 2018, contenente disposizioni per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del GDPR che, principalmente, ha modificato il D.lgs. n. 196 del 30 giugno 2003 (c.d. Codice *Privacy*).

Nel corso del 2018 è quindi proseguito lo sforzo delle SGR per adottare tutte le misure necessarie ad assicurare la *compliance* alla nuova normativa in materia di *privacy*. A supporto del lavoro delle SGR, l'Associazione ha intrapreso varie



iniziative. Anzitutto, l'Associazione ha emanato diverse circolari volte a segnalare documentazione utile alla corretta applicazione della normativa da parte delle SGR; dalla comunicazione della Commissione europea del gennaio 2018 ad alcuni contributi del Garante per la protezione dei dati personali (e.g. FAQs e Provvedimento del 22 febbraio 2018, n. 121), oltre a una dettagliata analisi del D.lgs. n. 101 del 10 agosto 2018. Inoltre, l'Associazione, già a partire dagli anni scorsi, ha istituito una *Task Force* a cui ha regolarmente inviato comunicazioni e documenti di carattere più specifico.

L'Associazione ha lavorato con i membri della *Task Force* alla redazione di un codice di condotta al fine di declinare gli obiettivi di protezione dei dati personali individuati dal GDPR all'interno della realtà operativa peculiare delle SGR. In proposito bisogna segnalare che, nel febbraio 2019, lo "*European Data Protection Board*" ha pubblicato le linee guida 1/2019 in tema di codici di condotta e organismi di controllo ai sensi del GDPR. Tali linee guida, *inter alia*, intendono stabilire i criteri minimi richiesti da una Autorità di Vigilanza Competente prima di accettare di svolgere una revisione approfondita e la valutazione di un codice. Di conseguenza, le linee guida incidono sull'approvazione dei codici di condotta da parte del Garante per la protezione dei dati personali, ivi compreso quello elaborato ed inviato dall'Associazione. A tal riguardo, Assogestioni è in contatto con il Garante per la protezione dei dati personali. Le suddette linee guida sono in pubblica consultazione fino al 2 aprile 2019.

3.1.7. Chiarimenti CONSOB sulla segnalazione delle informazioni relative alla commercializzazione di OICR.

Lo scorso 16 luglio Consob ha reso disponibile, sul proprio sito internet, i chiarimenti relativi agli obblighi di comunicazione previsti dalla Delibera 17297 del 28 aprile 2010 (FAQ) con particolare riferimento alla segnalazione delle informazioni relative alla commercializzazione di OICR di cui all'Allegato II.19. L'Autorità nel fornire i chiarimenti ha accolto diverse richieste dell'Associazione.

3.1.8. Banca d'Italia – Segnalazioni statistiche e di vigilanza

Con il 19° aggiornamento della circolare n. 189 del 21 ottobre, la Banca d'Italia, accogliendo una richiesta dell'Associazione, ha modificato l'istruzione della voce 50387 "Portafoglio di fine periodo – valore nominale e quantità" al fine di ricomprendere i titoli azionari, obbligazionari e quote di OICR e non anche gli strumenti derivati.

3.1.9 Antiriciclaggio: i provvedimenti attuativi della Banca d'Italia per il recepimento della IV direttiva e l'analisi nazionale dei rischi

Nel corso del 2018 la Banca d'Italia ha pubblicato tre documenti di consultazione con l'obiettivo di definire i provvedimenti attuativi del decreto legislativo 21



novembre 2007, n. 231, così come modificato a seguito del recepimento della direttiva (UE) 2015/849 del 20 maggio 2015, relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo (IV direttiva antiriciclaggio).

In particolare la Banca d'Italia, nell'esercizio dei poteri assegnati dalla normativa primaria in materia di antiriciclaggio, ha proposto in consultazione i nuovi provvedimenti recanti le (i) disposizioni sull'adeguata verifica della clientela, (ii) disposizioni su organizzazione, procedure e controlli in materia antiriciclaggio e (iii) disposizioni specifiche per la conservazione e l'utilizzo dei dati e delle informazioni a fini antiriciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo.

I provvedimenti posti in consultazione disciplinano aspetti di fondamentale importanza per le SGR e per gli altri soggetti obbligati, in quanto stabiliscono regole di dettaglio per la corretta applicazione degli obblighi antiriciclaggio.

Per questa ragione Assogestioni ha inviato all'Autorità di Vigilanza le proprie osservazioni e proposte di modifica ai documenti in consultazione, con l'obiettivo di definire con maggior chiarezza e, ove possibile, di semplificare gli obblighi a carico delle SGR in relazione all'operatività che le contraddistingue.

Per quanto riguarda le disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela, l'attenzione dell'Associazione si è concentrata principalmente sul tema della qualificazione delle operazioni di sottoscrizione di OICR a fini antiriciclaggio e sull'esecuzione degli obblighi da parte di terzi.

In primo luogo, Assogestioni ha ancora una volta ribadito con forza la propria posizione in merito alla necessità di continuare a qualificare come operazioni occasionali le operazioni di sottoscrizione di OICR effettuate dai clienti per il tramite di un intermediario collocatore.

Nella risposta alla consultazione, Assogestioni ha evidenziato all'Autorità di Vigilanza che un eventuale qualificazione di tali operazioni come rapporti continuativi comporterebbe un notevole aumento delle attività che le SGR sarebbero costrette a svolgere nei confronti dei clienti e dei collocatori a fini antiriciclaggio.

In secondo luogo, è stato proposto alla Banca d'Italia di ampliare il novero delle informazioni che i collocatori devono mettere a disposizione delle SGR nell'ambito dell'esecuzione degli obblighi di adeguata verifica della clientela da parte di terzi, al fine di assicurare la completa disponibilità degli elementi necessari per la profilatura della clientela.

In merito alle disposizioni relative all'organizzazione e all'assetto dei presidi antiriciclaggio, la principale novità contenuta nel documento di consultazione della Banca d'Italia è quella relativa alla definizione delle modalità per effettuare la valutazione dei rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo.

Tale novità, in linea con il rafforzamento dell'approccio basato sul rischio richiesto dalla IV direttiva antiriciclaggio, avrà degli effetti anche per le SGR, le quali dovranno valutare tutti i rischi reali o potenziali ai quali possono essere esposte nello svolgimento delle proprie attività istituzionali.



La Banca d'Italia, come precisato anche nella relazione illustrativa del documento di consultazione, dovrà definire specifiche istruzioni per gli intermediari finanziari, al fine di consentire a questi ultimi di poter compiere annualmente l'attività di autovalutazione. I risultati di tale analisi dovranno essere approvati dall'organo con funzione di supervisione strategica ed inviati all'Autorità di vigilanza insieme alla relazione della funzione antiriciclaggio.

Nelle more dell'emanazione di istruzioni specifiche per gli intermediari finanziari, Assogestioni nella risposta alla consultazione ha chiesto alla Banca d'Italia di prevedere un rinvio al 2020 del primo esercizio di autovalutazione per le SGR.

Con riferimento alle modalità di conservazione delle informazioni, la novità di maggior rilievo contenuta nel provvedimento in consultazione è senza dubbio l'introduzione di modalità alternative all'utilizzo dell'Archivio Unico Informatico (AUI).

Già nella normativa primaria, anche in virtù delle richieste formulate da Assogestioni, il legislatore aveva optato per l'eliminazione dell'obbligo di istituzione e tenuta dell'AUI.

In linea con tale impostazione, nel documento di consultazione della Banca d'Italia è stata introdotta la possibilità di utilizzare, anche per la conservazione delle informazioni a fini antiriciclaggio, archivi informatizzati già in uso presso i soggetti obbligati (sistemi contabili, anagrafici e gestionali).

Assogestioni è stata poi impegnata nel mese di ottobre 2018 a collaborare con il Comitato di Sicurezza Finanziaria (CSF) per l'aggiornamento dell'analisi nazionale dei rischi di riciclaggio e di finanziamento.

In particolare, l'Associazione ha presentato al CSF un'analisi dettagliata volta a sostenere che i prodotti e i servizi offerti dal settore del risparmio gestito sono, in termini generali, difficilmente utilizzabili come strumento per il riciclaggio di denaro e per il finanziamento del terrorismo.

In ogni caso, è stato ancora una volta ribadito l'impegno dell'industria nella lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo, sottolineando i presidi posti in essere a tal fine dalle SGR.

3.1.10 Recepimento in Italia della Direttiva UE 2017/828 (Shareholder Rights Directive II), che modifica la direttiva 2007/36/CE

Il prossimo giugno, come già anticipato, dovrebbe essere definitivamente adottato il decreto legislativo di recepimento nell'ordinamento italiano della direttiva UE 2017/828 (SRD II) - revisione della direttiva 2007/36/CE - attraverso cui la Commissione europea è intervenuta su una serie di ulteriori profili dei diritti degli azionisti delle società quotate.

Le principali misure della direttiva, come ormai noto, riguardano il miglioramento dell'esercizio dei diritti degli azionisti e si concentrano, in particolare, su: i)



l'identificazione degli azionisti; ii) la trasmissione di informazioni agli azionisti; iii) l'esercizio dei diritti degli azionisti e iv) la 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, che ha preso parte al dibattito già 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, ha partecipato alla fine del 2018 alla consultazione avviata dal Dipartimento del Tesoro sullo schema di decreto legislativo di recepimento.

La risposta alla suddetta consultazione ha rappresentato l'occasione per esprimere un generale apprezzamento per l'impianto complessivo dello schema di recepimento di una direttiva tanto importante e tanto attesa, che è apparso assolutamente in linea con le aspettative, le cui diverse disposizioni, pur numerose e complesse, (i) rispondono perfettamente alla *ratio* della SRD II, (ii) utilizzano con estremo equilibrio – laddove opportuno e con particolare attenzione alle specificità del mercato italiano – molte delle opzioni lasciate dal legislatore europeo alla scelta dei legislatori nazionali, senza incorrere nel rischio di *gold-plating*, e (iii) sono conformi alle *best practice* internazionali ed europee in materia.

A esito della consultazione, il Consiglio dei Ministri ha poi approvato il 7 febbraio scorso, in via preliminare, lo schema di decreto legislativo e lo ha trasmesso alle Camere per il parere delle competenti commissioni parlamentari. La versione approvata, diversamente dal testo posto in consultazione, presenta due profili critici – il voto vincolante sulla politica di remunerazione, che potrebbe paradossalmente ridurre la funzione dissuasiva, e la significativa riduzione dei limiti minimi e massimi delle sanzioni previste, in ragione della mancata approvazione in tempo utile dell'apposita delega contenuta nel disegno di legge di delegazione europea – che la nostra Associazione non ha mancato di rilevare nell'ambito dell'esame dello schema di decreto legislativo da parte delle commissioni parlamentari competenti.

3.2 Regolamentazione europea e internazionale

3.2.1. AIFMD - Il report pubblicato dalla Commissione europea sul funzionamento della Direttiva AIFM

La Commissione europea ha pubblicato un *report* redatto da un *contractor* esterno (KPMG) sul funzionamento delle norme contenute nella Direttiva AIFM (il *Report*). Il



documento è stato elaborato con una metodologia che ha previsto, *inter alia*, interviste e consultazioni con i soggetti maggiormente interessati dalla Direttiva AIFM (GEFIA, investitori, distributori etc.). Il *Report* conferma che le norme di cui alla Direttiva AIFM hanno contribuito in modo significativo alla creazione di un mercato interno per i fondi di investimento alternativi, istituendo un quadro regolamentare e di vigilanza armonizzato e stringente. La maggior parte delle disposizioni di cui alla Direttiva AIFM viene quindi ritenuta conforme rispetto al raggiungimento degli obiettivi che essa stessa si proponeva di conseguire. Tuttavia, il *Report* individua anche aree che richiedono ulteriori analisi, ad esempio a fronte di interpretazioni divergenti delle stesse norme da parte delle varie autorità nazionali competenti nonché in ragione delle sovrapposizioni fra gli obblighi di *reporting* di cui alla Direttiva AIFM e gli ulteriori oneri di *disclosure* previsti da altre fonti normative europee.

In generale, ferma l'impossibilità di indicare tutti i risultati del *Report* in questa sede, sembra opportuno sottolineare che quasi la metà degli intervistati ha convenuto che la Direttiva AIFM non è applicata in modo uniforme tra gli Stati membri, come sopra anticipato, ma alla domanda se fossero preoccupati che la direttiva AIFM dovesse essere applicata in modo uniforme in tutti gli Stati membri, la maggior parte degli intervistati ha indicato che solo un numero limitato di aree necessita di un'ulteriore armonizzazione al fine di prevenire l'arbitraggio delle regole e garantire condizioni di parità, con pochissimi intervistati che hanno richiesto l'armonizzazione totale.

Il *Report* rappresenta il primo passo nel processo di revisione della Direttiva AIFM. La Commissione continuerà infatti il suo lavoro volto alla revisione della Direttiva AIFM e il prossimo anno presenterà una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio, come richiesto dalla direttiva stessa.

3.2.2 UCITS-AIFMD - Le proposte normative in tema di distribuzione transfrontaliera di OICR

Nel corso del 2018, la Commissione europea ha pubblicato una proposta di direttiva che modifica la Direttiva 2009/65/CE (Direttiva UCITS) e la Direttiva 2011/61/UE (Direttiva AIFM) per quanto riguarda la distribuzione transfrontaliera degli OICR (di seguito, la "Proposta di Direttiva") e una proposta di regolamento (di seguito, la "Proposta di Regolamento") per facilitare la distribuzione transfrontaliera degli OICR e che modifica i Regolamenti (UE) nn. 345 e 346 del 2013 (EuVECA e EuSEF).

Le suddette Proposte, che si inseriscono nel progetto della Commissione europea per la realizzazione della *Capital Markets Union*, fanno seguito a tre procedimenti di pubblica consultazione svolti dalla Commissione europea durante i quali sono state identificate alcune barriere di tipo regolamentare che ostacolerebbero il pieno svilupparsi di un mercato unico per la commercializzazione degli OICR. Con la pubblicazione da parte della Commissione della Proposta di Direttiva e della Proposta di Regolamento, si è aperta la fase di esame da parte del Parlamento europeo e del Consiglio, che ha determinato l'introduzione di emendamenti al testo



della Commissione, la quale dovrebbe concludersi – attraverso l’approvazione dei testi definitivi della Direttiva e del Regolamento – sulla base del compromesso raggiunto nel trilogio del 5 febbraio. A tal riguardo si fa presente che l’Assogestioni, oltre a fornire il proprio contributo in sede EFAMA sugli emendamenti da apportare al testo della Commissione, si mantiene in stretto contatto con le istituzioni nazionali per “veicolare” le proposte di modifica che si reputano necessarie.

Volendo far riferimento sinteticamente alle principali novità che si intendono apportare attraverso i testi normativi di cui si discute e agli approdi raggiunti attraverso il richiamato trilogio, meritano di essere segnalati i seguenti profili:

- (i) le c.d. *local facilities*: al fine di garantire il trattamento uniforme degli investitori al dettaglio, la Proposta di Direttiva armonizza i requisiti relativi alle strutture a disposizione degli investitori al dettaglio (c.d. “local facilities”) e vieta agli Stati membri di imporre la presenza di strutture locali in ogni Stato membro in cui sono commercializzati gli OICVM/FIA, demandando così ai gestori la scelta delle strutture per sostenere gli investitori locali;
- (ii) la *de-notifica dei fondi*: al fine di semplificare l’uscita dal mercato di uno Stato considerato non più rilevante per il gestore, le proposte della Commissione prevedono che i gestori possano essere autorizzati a “de-notificare” la commercializzazione del proprio OICVM/FIA in un determinato Stato membro qualora nessun investitore, domiciliato o avente la sede legale nello Stato membro in cui l’OICVM/FIA ha notificato le attività, detiene quote o azioni dell’OICVM/FIA, ovvero non più di 10 investitori che rappresentano meno dell’1% delle attività gestite. Sulla base del testo della Direttiva e del Regolamento avente ad oggetto la distribuzione transfrontaliera dei fondi che verrà finalizzato sulla base del compromesso raggiunto nel trilogio del 5 febbraio, le parti hanno tuttavia concordato sulla rimozione di tutte le soglie numeriche relative al numero minimo di investitori/AuM;
- (iii) il *pre-marketing dei fondi alternativi*: una delle novità più rilevanti proposte dalla Commissione riguarda l’armonizzazione dell’attività di *pre-marketing* di FIA attraverso l’introduzione di una specifica definizione e il dettaglio delle condizioni alle quali un GEFIA UE può svolgere tale attività. Secondo la Proposta di Direttiva, *pre-marketing* significa “fornitura diretta o indiretta di informazioni sulle strategie di investimento o sulle idee di investimento da parte di un GEFIA (o per suo conto) a investitori professionali domiciliati o registrati nell’Unione europea al fine di verificare il loro interesse in un FIA non ancora istituito”. L’attività di *pre-marketing* potrà essere effettuata dai GEFIA senza prima procedere alla notifica per la commercializzazione transfrontaliera qualora vengano rispettati alcuni requisiti. La Proposta di Direttiva prevede anzitutto che nel corso della pre-commercializzazione gli investitori non possono sottoscrivere quote o azioni di un FIA, dato che si tratta di FIA non ancora istituiti, né può essere distribuita ai potenziali investitori professionali la documentazione promozionale, neanche in forma di progetto. Inoltre, se a seguito dell’attività di pre-commercializzazione il GEFIA offre in sottoscrizione quote o azioni di un FIA con caratteristiche



analoghe all'idea di investimento oggetto di pre-commercializzazione, dovrebbero essere rispettate le opportune procedure di notifica delle attività di commercializzazione e il GEFIA non dovrebbe avere la possibilità di invocare la sollecitazione dell'investitore. Il testo finale, *post* trilogio del 5 febbraio, terrà conto della proposta dell'ultima Presidenza con riferimento alla notificazione informale via posta o via e-mail del fondo alternativo verso la propria Autorità nazionale competente. Questa notificazione dovrà essere inviata dopo due settimane dell'inizio de facto del *pre-marketing* nella giurisdizione ospitante;

- (iv) le *comunicazioni di marketing*: si introduce una disciplina sulle comunicazioni di *marketing* trasversale per OICVM e FIA, enucleando i principi che le suddette comunicazioni devono soddisfare, ispirati a una chiara identificazione delle comunicazioni di *marketing* da parte del cliente e dei rischi e rendimenti connessi all'acquisto di un FIA o di un OICVM. Tutte le informazioni contenute nelle comunicazioni di *marketing* devono essere corrette, chiare e non fuorvianti. La Commissione attribuisce all'ESMA il compito di emanare orientamenti sull'applicazione dei requisiti per le comunicazioni di *marketing*, tenendo conto degli aspetti relativi al carattere online delle comunicazioni di *marketing*. Il testo finale *post* trilogio ha riconosciuto l'esigenza di estendere verso tutte le società di gestione (OICVM e FIA) il ritardo di 24 mesi dall'entrata in vigore del Regolamento;
- (v) con riferimento alle modifiche collegate ai PRIIPs, verrà garantito 1 anno di estensione come *review period*, alla stregua dei due anni previsti per lo UCITS KIID.

3.2.3. ELTIF – L'adozione del nuovo Regolamento Delegato (UE) 2018/480 della Commissione

Lo scorso 23 marzo 2018, sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea L 81/1, è stato pubblicato il Regolamento delegato (UE) 2018/480 della Commissione del 4 dicembre 2017 che integra il regolamento (UE) 2015/760 del Parlamento europeo e del Consiglio (c.d. Regolamento ELTIF). Il Regolamento delegato, entrato in vigore lo scorso 12 aprile, è obbligatorio in tutti i suoi elementi ed è direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri. Al fine di garantire un approccio comune all'applicazione del Regolamento ELTIF, il Regolamento delegato stabilisce norme tecniche che specifichino: (i) i criteri per stabilire le circostanze in cui l'uso di strumenti finanziari derivati serve unicamente a scopo di copertura; (ii) i criteri per stabilire le circostanze in cui il ciclo di vita di un fondo di investimento europeo a lungo termine (ELTIF) è considerato di sufficiente durata; (iii) il criterio di valutazione del mercato dei potenziali acquirenti e delle attività da liquidare; (iv) le tipologie e le caratteristiche degli strumenti a disposizione degli investitori al dettaglio.

Uno specifico regime transitorio viene dettato all'art. 6 del Regolamento delegato. Nel dettaglio, un ELTIF, autorizzato a norma del Regolamento ELTIF, prima dell'entrata in vigore del Regolamento delegato, si considera già conforme ai



requisiti enucleati all'art. 2 del Regolamento delegato, considerato che la durata del ciclo di vita dell'ELTIF deve essere fissata nel momento in cui è presentata la domanda di autorizzazione come ELTIF all'autorità competente dello stesso. Inoltre, allo scopo di consentire alle autorità competenti e ai gestori di adeguarsi ai nuovi requisiti, viene previsto, sempre relativamente agli ELTIF autorizzati prima dell'entrata in vigore del Regolamento delegato, che gli artt. 1, 3, 4 e 5 del medesimo Regolamento delegato si applichino a decorrere dal 1° maggio 2019.

3.2.4 MiFID II/MiFIR - L'attività interpretativa dell'ESMA

Nel corso del 2018 è continuata l'attività interpretativa dell'ESMA attraverso la pubblicazione di vari *set* di Q&A nell'ambito delle *Q&A on MiFID II and MiFIR Investor Protection Topics* nonché delle *guidelines* in tema di valutazione di adeguatezza, che tengono conto di gran parte delle osservazioni formulate dall'Associazione.

3.2.5 PRIIPs

Come noto, dal 1° gennaio 2018 ha trovato applicazione il Regolamento UE n. 1286/2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (il "Regolamento PRIIPs"). La disciplina del Regolamento PRIIPs è inoltre integrata dal Regolamento Delegato UE n. 653/2017 (il "Regolamento Delegato PRIIPs"), il quale stabilisce norme tecniche di regolamentazione (c.d. *Regulatory Technical Standards* - "RTS") - che le ESAs hanno l'incarico di sviluppare ulteriormente - 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.

È altresì noto che l'art. 32, par. 2, del Regolamento PRIIPs prevede una temporanea esenzione dalla produzione del PRIIPs KID per gli intermediari che svolgono consulenza con riferimento agli UCITS o che provvedono alla commercializzazione di tali fondi, considerato che essi - in forza di quanto previsto dalla Direttiva 2009/65/CE ("Direttiva UCITS") - sono già obbligati a fornire agli investitori le informazioni di cui al c.d. KIID ("*Key Investor Information Document*"). Analoga esenzione è altresì prevista, dall'art. 32, par. 3, per i FIA soggetti all'obbligo di produrre il KIID ai sensi della normativa nazionale ("non UCITS interessati").

La predetta esenzione dall'obbligo di fornire il PRIIPs KID cessa di applicarsi a partire dal 31 dicembre 2019, sicché, dal 1° gennaio 2020, il PRIIPs KID dovrà essere fornito anche per UCITS e per i fondi non UCITS interessati, con la conseguenza che in assenza di modifiche normative, si verificherebbe una duplicazione degli obblighi informativi (PRIIPs KID e UCITS KIID).

Tale duplicazione avrebbe potuto essere evitata, laddove fosse stata effettuata la programmata revisione del Regolamento PRIIPs di cui all'art. 33, par. 3, nell'ambito della quale si sarebbe dovuta valutare la possibilità di prorogare l'esenzione per gli UCITS, ovvero equiparare lo UCITS KIID al PRIIPs KID, o ancora sostituire definitivamente quest'ultimo allo UCITS KIID (cfr. art. 33 del Regolamento PRIIPs).



La revisione del quadro regolamentare in materia di PRIIPs era infatti prevista per la fine del 2018 (precisamente entro il 31.12.2018) ma lo scorso luglio la Commissione europea ha reso nota alle ESAs l'intenzione di posticipare la revisione del Regolamento PRIIPs ad una data successiva, in modo da consentire la raccolta di dati e riscontri più significativi.

In questo contesto, con lettera congiunta Assogestioni e BVI del 20 agosto, le associazioni dei gestori italiani e tedeschi hanno richiesto alla Commissione europea di intervenire al fine di evitare la predisposizione, dal prossimo 1° gennaio 2020, di due documenti precontrattuali (KIID UCITS e KID PRIIP) con informazioni contrastanti che potrebbero danneggiare gli investitori. Nella lettera viene evidenziato altresì come le informazioni fornite agli investitori con lo UCITS KIID sono di grande valore informativo e che tale documento non può essere eliminato senza aver fatto una valutazione approfondita di tutte le disposizioni pertinenti, oltre che superato le carenze della disciplina PRIIPs.

L'Associazione ha quindi contribuito ai lavori, sia in sede EFAMA sia nelle competenti sedi nazionali ed europee, al fine di estendere i) di due anni il termine dell'esenzione dal regime del PRIIPs KID per gli OICR che redigono uno UCITS KIID (ossia fino alla fine del 2021, in luogo del 31 dicembre 2019); ii) di un anno il termine entro cui la Commissione deve rivedere il Regolamento PRIIPs (ossia entro il 31 dicembre 2019, in luogo del 31 dicembre 2018). Gli emendamenti alla disciplina PRIIPs sono contenuti nella proposta di regolamento volta a facilitare la distribuzione transfrontaliera degli OICR (cfr. infra par. 3.2.2).

L'Associazione ha inoltre partecipato alla consultazione dello scorso ottobre delle ESAs che proponeva alcune modifiche al Regolamento Delegato PRIIPs al fine di rispondere alle questioni considerate dalle Autorità europee più urgenti e a quelle che agevolavano il possibile utilizzo del KID da parte degli UCITS e dei fondi non UCITS interessati.

L'Associazione ha evidenziato la sua preoccupazione per la portata limitata della consultazione e la necessità di effettuare un test sui consumatori al fine di verificare che le modifiche proposte affrontino le diverse carenze rilevate. L'Associazione propone, in particolare, che l'informativa sulla scenaristica sia adempiuta in linea di continuità con quanto effettuato nello UCITS KIID, ossia mediante la rappresentazione storica dei rendimenti per i fondi non strutturati e degli scenari, c.d. "*what if*", per i fondi strutturati. Variazioni dovrebbero essere inoltre effettuate per quanto riguarda la metodologia di calcolo dei costi di transazione, la quale prevede che l'impatto sul mercato degli ordini sia da considerare un costo di transazione.

3.2.6 EMIR

A seguito dell'entrata in vigore del Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni ("Regolamento EMIR") e in vista dell'approssimarsi delle scadenze relative agli obblighi di *clearing* e



reporting per le controparti di Categoria 3 nella quale rientrano le Società di gestione, nonché nelle more dell'approvazione della revisione di EMIR (c.d. EMIR Refit), l'Associazione ha collaborato con EFAMA e ha portato avanti anche con le autorità nazionali, la richiesta di revisione dell'ambito di applicazione degli obblighi di *clearing* anche in vista della creazione (prevista nel EMIR Refit) di una nuova categoria di controparti - c.d. controparti finanziarie piccole - per le quali sono previste soglie di esenzione per l'applicazione dell'obbligo di *clearing* dei derivati.

Parimenti, l'Associazione si è adoperata - in collaborazione e coordinamento con EFAMA - per l'eliminazione dell'obbligo di *reporting* di contratti derivati in essere prima del 12 febbraio 2014 (c.d. *backloading*).

A febbraio 2019, ESMA ha sollecitato le autorità nazionali a valutare l'effettiva priorità da attribuire alla vigilanza in queste aree, anticipando implicitamente quanto previsto dall'EMIR Refit e mostrando di accogliere così le istanze presentate dall'industria per evitare inutili inefficienze operative.

3.2.7 Commissione europea - Pacchetto per la sostenibilità del sistema finanziario

La Commissione europea ha presentato un pacchetto di norme - c.d. *EU sustainability package* - in prima attuazione di quanto previsto dall'*Action plan for Sustainable finance*.

Le proposte normative contenute all'interno di questa prima *tranche* di misure si articolano principalmente nei seguenti ambiti, di diretto interesse per la nostra industria:

- Tassonomia - identificazione di criteri di classificazione condivisi delle attività economiche che consentano di orientare meglio i flussi finanziari verso i settori che agevolano la transizione verso un'economia a bassa impronta carbonica, sostenibile e circolare;
- Trasparenza informativa e doveri degli investitori - individuazione degli obblighi di trasparenza informativa verso gli *asset owners* in tema di considerazione di criteri ambientali, sociali e di *governance* in sede di valutazione del rischio e di attuazione delle politiche di investimento - nei confronti sia degli investitori tradizionali sia di portatori di specifiche richieste in merito alla sostenibilità dei propri investimenti;
- Necessità di un confronto tra investitori, gestori e collocatori sulle preferenze dei primi in tema di sostenibilità, anche all'interno dei requisiti di *suitability* previsti da MiFID II.

L'Associazione partecipa al dibattito, rispondendo alle consultazioni direttamente o con EFAMA, e colloquia con le istituzioni per contribuire alla formazione di un sistema normativo che consenta al gestore di soddisfare al meglio i propri obblighi fiduciari nei confronti dell'investitore nel perseguimento degli obiettivi di investimento e al contempo favorendo - anche tramite una maggior trasparenza e chiarezza circa i termini del confronto - il ruolo dell'industria quale facilitatore di



investimenti volti a una crescita dell'economia nella direzione di una maggior sostenibilità.

3.2.8 Proposta di direttiva contenente misure in tema di whistleblowing

Nello scorso maggio 2018, la Commissione europea ha pubblicato, sul proprio sito *internet*, una proposta di direttiva contenente misure a protezione delle persone che segnalano violazioni della disciplina di matrice europea. Attualmente, invero, la protezione garantita ai *whistleblowers* nell'Unione europea è frammentata e presenta grandi differenze all'interno dei diversi Stati Membri. In alcuni casi la protezione accordata è parziale e si applica solo a settori specifici o a determinate categorie di lavoratori. In tale contesto, la proposta di direttiva intende armonizzare e rafforzare la disciplina in tema di *whistleblowing*, al fine di migliorarne l'efficacia e tutelare la concorrenza tra i Paesi dell'Unione, nonché proteggere la libertà di espressione. La proposta di direttiva prevede norme minime per la protezione dei *whistleblowers* in settori di dimensione europea e in cui è maggiore l'impatto sull'applicazione delle norme (salvaguardando, al tempo stesso, le specificità delle singole discipline settoriali, che hanno la prevalenza su quella generale prevista dalla proposta di direttiva).

3.2.9 Final report on Big Data - Joint Committee of the European Supervisory Authorities.

Sul sito istituzionale dell'ESMA, dell'EBA e dell'EIOPA (c.d. *European Supervisory Authorities* – di seguito anche *ESA's*), è stato pubblicato il *Final Report on Big Data* elaborato dal *Joint Committee of the European Supervisory Authorities* a seguito della consultazione lanciata dallo stesso comitato attraverso il *Joint Committee Discussion Paper on the use of Big Data for Financial Institutions*.

In base alla definizione coniata dalla Commissione europea, con il termine *Big Data* si fa riferimento a “grandi quantità di dati di tipo diverso prodotti a grande velocità da numerosi tipi di fonti. La gestione di questi *dataset* ad elevata variabilità e in tempo reale impone il ricorso a nuovi strumenti e metodi, quali ad esempio potenti processori, software e algoritmi”, mentre la raccolta e l'analisi di questi dati (c.d. *Big Data analytics*), in grado di rappresentare le caratteristiche e le preferenze dei clienti (attraverso vere e proprie tecniche di profilazione), costituisce ormai un elemento essenziale dell'attività imprenditoriale in tutti i settori di mercato, specialmente in quello dei servizi finanziari, nel quale la conoscenza del cliente costituisce una vera e propria regola di comportamento dell'intermediario (ulteriormente rafforzata nel nuovo contesto normativo *post* MiFID II).

A fronte degli effetti benefici derivanti dall'utilizzo dei *Big Data* (tra cui in particolare la possibilità di agevolare gli intermediari rispetto alla creazione e commercializzazione di prodotti ritagliati sulle esigenze del cliente e sul suo *target market*, supportando così l'implementazione della disciplina in tema di *product governance*), tale utilizzo pone tuttavia anche una serie di rischi, soprattutto in



materia di (i) *data protection*, e quindi in tema di *privacy*; (ii) *consumer protection*, ad esempio a fronte della eccessiva *segmentazione* dei clienti, con conseguenze negative nell'attuazione delle politiche di *pricing*; (iii) *cyber security*, in virtù dell'aumento delle possibilità di subire *cyber* attacchi, a fronte del crescente valore economico assunto dal patrimonio di dati a disposizione dell'impresa.

Sul presupposto che le ESA's ritengono che in questo momento un intervento legislativo in materia di *Big Data* sarebbe prematuro, considerata anche l'implementazione ancora in corso (o appena attuata) di alcuni provvedimenti chiave (tra cui, in particolare, le direttive IDD, MiFID II, PSD II nonché, con specifico riguardo alla *data protection*, il Regolamento europeo 2016/679, c.d. GDPR), attraverso il *Final Report*, le ESA's invitano gli intermediari finanziari a sviluppare ed implementare *good practices* nell'utilizzo dei *Big Data* (nelle aree denominate *Robust Big Data processes and algorithm*, *Consumer protection*, *Disclosure on the use of Big Data*) in modo da promuovere modalità di trattamento dei clienti-consumatori che siano corrette, trasparenti e non discriminatorie, assicurando che le strategie di utilizzo dei *Big Data* siano delineate ed attuate in maniera responsabile e pienamente allineata rispetto agli interessi dei consumatori.

3.2.10 Regolamento Benchmark

Il regolamento (UE) 2016/1011 dell'8 giugno 2016 sugli indici usati come indici di riferimento (*benchmark*) negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare le performance di fondi di investimento (Regolamento *Benchmark*, o anche BMR) introduce disposizioni che si rivolgono non solo ai fornitori di *benchmark*, ma anche ai soggetti vigilati, affinché questi facciano esclusivo utilizzo dei *benchmark* prodotti da amministratori ricadenti nell'ambito di applicazione del Regolamento *Benchmark*.

La disciplina transitoria di cui all'articolo 51 del Regolamento *Benchmark* stabilisce regimi differenti in tema di "uso di un *benchmark*" in funzione della sede del paese del fornitore del *benchmark* stesso ossia paese dell'UE o paese terzo all'Unione.

In particolare, per i fornitori di *benchmark* con sede in un paese terzo all'Unione l'articolo 51, paragrafo 5 prevede che i *benchmark* prodotti da tali fornitori potranno continuare ad essere impiegati solo per gli strumenti finanziari o per la misurazione della performance dei fondi di investimento associati e/o collegati a tali *benchmark* prima del 1° gennaio 2020, salvo che la Commissione adotti una decisione di equivalenza ai sensi dell'articolo 30 del BMR, o che l'amministratore sia stato riconosciuto come tale ai sensi dell'articolo 32 del BMR o un *benchmark* sia stato avallato ai sensi dell'articolo 33 del BMR.

Il Regolamento *Benchmark* esclude infatti la possibilità che nell'Unione uno strumento finanziario di nuova emissione o un fondo comune di nuova costituzione possa utilizzare *benchmark* prodotti da amministratori non ricadenti nell'ambito di applicazione del regolamento stesso dal prossimo 1° gennaio 2020.

Al fine di garantire una transizione graduale al Regolamento *Benchmark* dopo la



fine del periodo transitorio, e in considerazione delle possibili conseguenze che potrebbero derivare dall'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea, l'Associazione, nel giugno 2018, ha inviato alla Commissione europea un elenco dei *benchmark* utilizzati dagli OICR forniti da amministratori situati in Gran Bretagna e in paesi terzi all'Unione.

Successivamente, l'Associazione ha supportato i lavori volti a proporre alcuni emendamenti sul regime transitorio per i “*benchmark critici*” e per i “*benchmark di Paesi terzi*” al fine di estendere la disciplina transitoria per l'utilizzo degli stessi. Gli emendamenti fanno parte della proposta di regolamento volta a modificare il Regolamento *Benchmark* al fine di introdurre norme che istituiscono e disciplinano la fornitura di *benchmark* di basse emissioni di carbonio e di *benchmark* di impatto positivo in termini di carbonio (LC/PCI *benchmark*).

Inoltre, sebbene la cessazione del LIBOR e di altri IBOR sia certa, l'identificazione di un tasso di sostituzione adeguato alla gamma di prodotti finanziari che li utilizzano presenta una serie di sfide. Una delle questioni fondamentali è l'identificazione di tassi alternativi (quasi) privi di rischio (*Risk Free Rate*) da utilizzare in sostituzione degli IBOR e l'impatto che questi potranno avere sulla valutazione del prezzo degli strumenti finanziari che vi si riferiscono.

In questo contesto l'Associazione ha svolto un ruolo di aggiornamento sui lavori del *Working Group on Risk-Free Reference Rates for the Euro area* e ha chiesto alle Associate dei contributi al fine di definire l'orientamento associativo sul tema.

3.2.11 Regolamento sui fondi comuni monetari

Nel corso del 2018 l'Associazione ha risposto a due consultazioni dell'ESMA volte a definire, rispettivamente, i) gli orientamenti in materia di scenari di *stress test* e ii) gli orientamenti su come deve essere compilato il modello delle segnalazioni di vigilanza periodiche sui fondi comuni monetari.

Con particolare riferimento alla consultazione in materia di *stress test*, l'Associazione ha evidenziato criticità nelle opzioni metodologiche proposte, laddove queste non rispecchiano gli *standard* comunemente usati dall'industria del risparmio gestito e i cui risultati potrebbero non essere di supporto ai gestori.

3.2.12 Segnalazione di vigilanza dell'Unione Europea

La Commissione europea, nel febbraio 2018, ha pubblicato un documento di consultazione volto a raccogliere evidenze sull'adeguatezza delle segnalazioni di vigilanza esistenti a livello europeo.

Poiché diversi regolatori e istituzioni a livello europeo (e nazionale) chiedono informazioni regolari e tempestive per il raggiungimento dei loro compiti individuali, l'Associazione ha evidenziato, nella risposta alla consultazione, come sia essenziale raggiungere un approccio coerente e uniforme per la raccolta delle informazioni rilevanti. L'elevato livello di informazioni richieste, scadenze



inadeguate, definizioni che non sono sempre chiare o comunemente intese porterebbero a raccogliere solo un'enorme quantità di dati, a discapito della loro qualità. Poiché la raccolta dei dati è un esercizio impegnativo e costoso, l'Associazione evidenzia come sia cruciale trovare il giusto equilibrio tra il livello adeguato di trasparenza e la riduzione degli oneri amministrativi in capo ai gestori.

3.2.13 Consultazione IOSCO in tema di leverage

L'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari (*International Organization of Securities Commissions* o IOSCO) ha pubblicato, lo scorso novembre 2018, un documento di consultazione in materia di leva finanziaria volto ad affrontare quanto previsto alla raccomandazione n. 10 delle *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities* del *Financial Stability Board* secondo la quale dovrebbero essere identificate e/o sviluppate misure coerenti di leva finanziaria per i fondi per facilitare un più significativo monitoraggio della leva finanziaria ai fini della stabilità finanziaria e contribuire a consentire confronti diretti tra fondi e a livello globale.

L'Associazione ha contribuito ai lavori di EFAMA per la risposta alla consultazione.

3.3 Principali dossier fiscali

Nel corso del 2018, a poco più di un anno dall'introduzione dei Piani Individuali di Risparmio a lungo termine (PIR), l'Assogestioni ha raccolto in un volume il risultato degli studi e degli approfondimenti svolti con il gruppo di lavoro a ciò dedicato. La pubblicazione, intitolata "*PIR: un piano per il futuro*", è un manuale completo e dettagliato che affronta gli aspetti cruciali della normativa PIR: requisiti, obiettivi e vantaggi fiscali del "piano", modalità di costituzione del PIR (in particolare, attraverso la sottoscrizione di quote o azioni di OICR PIR *compliant*), modalità di gestione e molto altro. Uno strumento essenziale per i professionisti impegnati nella complessa gestione della fiscalità dei PIR.

Molto apprezzati dai risparmiatori in particolare per i vantaggi fiscali che offrono, i PIR si sono imposti come un'innovativa fonte di raccolta di mezzi finanziari per la crescita e lo sviluppo delle piccole e medie imprese.

Tuttavia, le nuove regole di investimento introdotte dalla legge di bilancio 2019 hanno reso questo prodotto più rischioso. In particolare, si tratta di regole che mal si conciliano con i requisiti di liquidabilità e di valutazione previsti per gli UCITS dalla direttiva n. 2009/65/UE del 13 luglio 2009, volti a non compromettere l'obbligo dell'OICR di rimborsare le quote o azioni in qualunque momento. Ed infatti, oltre ai vincoli stabiliti dalla previgente normativa, al fine di beneficiare del regime di esenzione, i PIR costituiti a decorrere dal 1° gennaio di quest'anno dovranno obbligatoriamente investire, per almeno due terzi dell'anno, il 3,5% del proprio attivo in quote o azioni di fondi di *venture capital* e un ulteriore 3,5% in azioni di PMI quotate sul listino AIM.



Pur comprendendo la logica sottostante alla modifica dell'investimento "qualificato", non si può chiedere a un fondo aperto di avere una percentuale così rilevante investita in strumenti illiquidi, non solo per motivi tecnici, ma anche di mercato. Un fondo aperto, da regolamento, non può detenere più del 10% in attività illiquide; con il vincolo del 7% che è stato introdotto, in presenza di riscatti c'è il forte rischio di superare questo limite; inoltre questi nuovi investimenti, che presentano un rischio decisamente più elevato, rischiano di alterare il profilo MIFID dei prodotti esistenti.

Ma c'è anche un altro aspetto da considerare. Il mercato del *venture capital* in Italia al momento non ha dimensioni tali da soddisfare gli eventuali investimenti richiesti dalla normativa (in totale si contano circa 50 fondi di *venture capital*). Per questo, come suggerito dall'Associazione già prima della modifica normativa, una soluzione potrebbe essere quella di affiancare al prodotto già esistente un prodotto *ad hoc*, così come avviene in altri Paesi, come Francia e Regno Unito.

Peraltro, ai fini della concreta attuazione delle nuove previsioni, sarà necessario attendere il decreto attuativo che il Ministro dello sviluppo economico, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, dovranno adottare entro 120 giorni dalla data di entrata in vigore della legge di bilancio. In attesa del decreto, la maggior parte delle SGR hanno bloccato le sottoscrizioni dei PIR, permettendo solo di incrementare gli investimenti in essere a chi è già titolare di un piano di risparmio. In questa fase così delicata, Assogestioni mantiene con il MEF e il MISE un dialogo aperto, costruttivo e di costante collaborazione.

Per quanto riguarda l'imposta sul valore aggiunto, l'attività dell'Associazione si è concentrata sugli impatti dell'attuazione della disciplina MiFID II sul regime IVA del servizio di ricerca in materia di investimenti reso dai negozianti ai gestori individuali di portafogli e ai gestori di OICR.

Come noto, la disciplina MiFID II ha introdotto l'obbligo, per i negozianti, di dare distinta evidenza ai compensi per il servizio di ricerca reso ai gestori individuali di portafogli rispetto agli oneri connessi alla negoziazione, mentre nessuna modifica regolamentare ha riguardato la ricerca effettuata nei confronti dei gestori di OICR. Per questi ultimi è possibile, come nel passato, continuare ad applicare un corrispettivo unico, che remunera la ricerca e la negoziazione o, in alternativa, stabilire un corrispettivo specifico.

A fronte dei dubbi emersi tra gli operatori sul corretto regime IVA da applicare a seguito del mutato quadro regolamentare, l'Associazione ha prontamente interessato l'Agenzia delle entrate, presentando una formale richiesta di consulenza giuridica, alla quale è stata data risposta nell'estate scorsa (Risoluzione n. 61/E dell'8 agosto 2018).

L'Agenzia delle entrate, recependo la soluzione interpretativa proposta dall'Associazione, ha chiarito che il servizio di ricerca remunerato con l'unica commissione di negoziazione è esente da IVA in quanto intermediazione relativa ad operazioni su titoli. Si tratta, in particolare, della ricerca resa ai gestori individuali



e ai gestori di OICR prima dell'entrata in vigore della disciplina MiFID II (ossia prima del 3 gennaio 2018) e di quella effettuata nei confronti dei gestori di OICR dopo tale data.

Con riguardo al regime IVA del servizio di ricerca remunerato con una commissione separata, l'Amministrazione finanziaria, nella sua risposta, ha operato una distinzione a seconda che destinatari della ricerca siano i gestori individuali o i gestori di OICR.

Nel primo caso, la ricerca deve sempre considerarsi una prestazione imponibile ai fini IVA, da assoggettare ad aliquota ordinaria. Di contro, la ricerca resa ai gestori di OICR, sebbene separatamente remunerata, può ritenersi esente qualora sia "specifica ed essenziale" alla gestione di fondi.

Sul piano internazionale, l'attività dell'Associazione si è concentrata sull'attuazione in Italia della Direttiva UE 2018/822 (DAC 6), che estende lo scambio automatico di informazioni tra le Autorità fiscali degli Stati membri dell'Unione europea ai meccanismi di pianificazione fiscale potenzialmente aggressiva e ai meccanismi volti ad aggirare la disciplina sullo scambio automatico di informazioni sui conti finanziari (*Common Reporting Standard*).

In particolare, la DAC 6 prevede l'obbligo in capo agli "intermediari" - tali intendendosi gli avvocati, i commercialisti e gli intermediari finanziari - che partecipano, nell'ambito della loro attività, all'elaborazione, alla promozione o che prestano servizi connessi all'elaborazione, alla promozione o attuazione di tali meccanismi di elusione comunicata alla propria Autorità fiscale, che provvede ad inoltrare le informazioni ricevute alle Amministrazioni finanziarie degli altri Stati membri interessati.

L'Associazione ha mantenuto un costante dialogo con l'Amministrazione finanziaria allo scopo di limitare l'impatto della disciplina sulle SGR, considerato che le stesse, nella loro ordinaria operatività, non svolgono generalmente alcuna delle attività che integrano il presupposto dei nuovi obblighi di segnalazione.

3.4 Previdenza complementare

3.4.1 Il Regolamento per la creazione di un prodotto pensionistico pan-europeo

Con il compromesso raggiunto nel mese di dicembre 2018 tra Consiglio e Parlamento europeo, il Regolamento per la creazione di un prodotto pensionistico pan-europeo è sempre più vicino alla sua completa definizione.

Dopo l'approvazione da parte del Parlamento europeo prevista per la fine di marzo, il Regolamento entrerà in vigore 20 giorni dopo la sua pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea che potrebbe avvenire entro la fine del 2019.



Tuttavia, il Regolamento potrà essere applicato presumibilmente soltanto a partire dall'inizio del 2022. La Commissione europea, dopo l'entrata in vigore del Regolamento, avrà a disposizione un anno di tempo per emanare gli atti delegati e, trascorsi dodici mesi dalla loro pubblicazione, potrà essere finalmente autorizzato e offerto il primo PEPP.

In quanto regolamento, lo stesso sarà direttamente applicabile in tutti gli Stati membri e, inevitabilmente, la sua entrata in vigore avrà dei rilevanti effetti sul mercato del risparmio previdenziale europeo e, in particolare, nel settore dei prodotti individuali.

Il PEPP, infatti, si configura come un prodotto previdenziale individuale di terzo pilastro ad adesione volontaria e distinto dagli schemi previdenziali di natura occupazionale (secondo pilastro).

Nel Regolamento sono contenute disposizioni volte a disciplinare l'autorizzazione e la registrazione del PEPP, il contenuto del contratto tra il *provider* e l'aderente, la portabilità, la distribuzione e la consulenza, la fase di erogazione del prodotto, lo *switching* del *provider*, la trasparenza informativa e le opzioni di investimento.

Proprio gli aspetti legati alle opzioni di investimento e, in particolare, alla *default option*, sono stati senza dubbio tra i più dibattuti nella fase di definizione del testo di compromesso.

Il PEPP *provider*, infatti, sarà obbligato ad offrire un'opzione di *default*, denominata *Basic PEPP*, con riferimento alla quale il Regolamento fissa delle regole di dettaglio sulle modalità con le quali deve essere strutturata.

Sul punto Assogestioni ha presentato, direttamente e attraverso EFAMA, proposte puntuali relative alle caratteristiche e alla strutturazione del *Basic PEPP*.

Tali proposte sono state in buona parte accolte nel testo di compromesso del Regolamento, soprattutto per quanto concerne la possibilità di costruire il *Basic PEPP* sulla base di tecniche di mitigazione del rischio alternative all'obbligo di offrire una garanzia di restituzione del capitale, utilizzando, ad esempio, strategie di investimento *life-cycle*.

Un ruolo importante al riguardo è stato svolto dallo studio accademico commissionato da EFAMA, con il supporto di Assogestioni, alla *SDA Bocconi School of Management* per analizzare e testare gli effetti dell'utilizzo di strategie di investimento di tipo *life-cycle* come tecniche di mitigazione del rischio per il Basic PEPP.

I risultati di questo studio sono stati pubblicati il 12 febbraio 2018 e mostrano come l'utilizzo del *life-cycle* per la costruzione del Basic PEPP possa assicurare un contenimento dei rischi per gli aderenti su un orizzonte di lungo termine, oltre a un generale miglioramento delle *performance*.

Il testo di compromesso, conformandosi alla posizione espressa dal Parlamento europeo, stabilisce inoltre che i costi e le commissioni applicabili al Basic PEPP non potranno eccedere l'1% del capitale accumulato su base annua. L'EIOPA avrà il



compito di definire quali sono i costi e le commissioni che devono essere inclusi nel calcolo di questa soglia.

Agli aderenti dovrà essere assicurato il servizio di portabilità e, quindi, il diritto di poter continuare a contribuire nel medesimo prodotto anche nel caso in cui spostino la loro residenza in altri Paesi dell'Unione europea.

Al fine di assicurare il diritto alla portabilità, i *provider* saranno tenuti ad istituire, all'interno del PEPP, dei *sub-account* strutturati secondo le caratteristiche e le condizioni stabilite dallo Stato membro di riferimento in merito alle fasi di accumulo e di erogazione delle prestazioni del prodotto.

Dopo tre anni dalla data di inizio di applicazione del Regolamento i *provider* saranno obbligati ad offrire *sub-account* per almeno due Stati membri. Il servizio di portabilità potrà essere in ogni caso assicurato attraverso *partnership* con PEPP *provider* di altri Stati membri opportunamente registrati.

Ai risparmiatori che vorranno aderire al PEPP dovrà essere prestata una consulenza obbligatoria e sarà assicurata la massima trasparenza informativa nella fase precontrattuale, nella fase di accumulo e in quella di erogazione delle prestazioni.

Per quanto concerne la fase di distribuzione del prodotto, al *provider* e al distributore saranno applicate le regole previste dalla normativa del settore di appartenenza.

In merito alla fase di *pay-out*, il Regolamento stabilisce che le prestazioni potranno essere erogate in forma di rendita, di capitale ovvero attraverso prelievi (*drawdown payments*). Gli Stati membri potranno adottare misure per privilegiare particolari forme di uscita, così come limiti quantitativi all'erogazione della prestazione in capitale.

Indubbiamente il Regolamento, disciplinando gli aspetti chiave del prodotto, consente di valutare sin da ora le potenzialità e le prospettive di questo prodotto di risparmio previdenziale.

Tuttavia, restano ancora da definire alcuni elementi per i quali è necessario attendere gli orientamenti dell'EIOPA e le decisioni della Commissione europea in merito agli aspetti tecnici sulla struttura e sul funzionamento dei PEPP.

Il successo di un prodotto previdenziale come il PEPP sarà, inoltre, inevitabilmente determinato dalle scelte di politica fiscale degli Stati membri, anche con riguardo all'individuazione di soluzioni atte a superare gli ostacoli fiscali connessi alla natura pan-europea del prodotto.

Considerata la centralità della tematica fiscale, la Commissione europea, con una raccomandazione del giugno 2017, ha fornito delle indicazioni sul regime di tassazione dei PEPP.

In particolare, stante la difficoltà di introdurre un regime fiscale armonizzato, la Commissione si è limitata ad esortare gli Stati membri a riconoscere ai PEPP i medesimi sgravi fiscali concessi ai prodotti pensionistici individuali nazionali o, nel



caso in cui sussistano più tipologie di prodotti, il trattamento fiscale di maggior favore tra quelli riconosciuti ai prodotti domestici.

La suddetta raccomandazione, tuttavia, costituisce uno “*standard* minimo” e non fornisce una soluzione ai principali ostacoli fiscali che derivano, da un lato, dall’adozione di differenti modelli di tassazione dei prodotti pensionistici individuali nel contesto comunitario; dall’altro, dai criteri di ripartizione tra Stati della potestà impositiva in relazione ai redditi da pensione, previsti nelle vigenti Convenzioni internazionali per evitare le doppie imposizioni sui redditi.

Con riguardo al primo profilo, occorre considerare come la presenza di modelli di tassazione diversi tra gli Stati membri dell’Unione europea, quanto alla fase di applicazione del prelievo (ossia fase della contribuzione, fase dell’investimento e fase dell’erogazione della prestazione) possa dar luogo a fenomeni di doppia tassazione del medesimo reddito da pensione nel caso di trasferimento della residenza fiscale dell’aderente al PEPP.

Tale criticità è strettamente connessa al secondo ostacolo che riguarda i criteri di ripartizione della potestà impositiva tra Stati dei redditi da pensione, previsti dalle Convenzioni internazionali in essere, che nella quasi totalità dei casi si basano sul luogo di residenza fiscale del percettore della pensione, piuttosto che sul territorio in cui i montanti pensionistici sono stati accumulati durante la durata del PEPP.

Si auspica che il legislatore nazionale, nell’individuare il regime di tassazione da applicare ai PEPP, possa riconsiderare, in generale, l’attuale regime impositivo previsto per la previdenza complementare (modello ETT), che, come noto, prevede la tassazione anche degli investimenti effettuati.

Ciò avuto particolare riguardo al modello di tassazione EET, ad oggi maggiormente diffuso a livello comunitario, che concentra il momento impositivo nella fase di erogazione della prestazione finale.

L’Associazione proseguirà nell’attività di dialogo e di confronto con le Istituzioni e le Autorità di vigilanza, sia domestiche che europee, per garantire che le scelte che saranno adottate in sede di definizione della normativa secondaria e della disciplina nazionale, siano in linea con la finalità di creare un nuovo prodotto in grado sia di soddisfare le esigenze dei lavoratori e dei risparmiatori, che di rappresentare una nuova opportunità di crescita per l’industria del risparmio gestito.

3.4.2 Il recepimento della direttiva IORP II e gli effetti della Brexit sulla gestione dei fondi pensione

Per quanto riguarda la previdenza complementare di secondo pilastro, il 2018 è stato caratterizzato dal recepimento della direttiva (UE) 2016/2341 relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (IORP II).

Nel mese di luglio, infatti, il Ministero dell’Economia e delle Finanze (MEF) ha pubblicato un documento di consultazione per l’attuazione della direttiva IORP II, proponendo una radicale trasformazione del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, con il quale sono disciplinate le forme pensionistiche complementari.



Assogestioni ha prestato particolare attenzione a questa consultazione, in quanto gli operatori dell'industria del risparmio gestito sono impegnati sia nella gestione delle risorse di fondi pensione sia nell'istituzione e gestione di fondi pensione aperti.

L'Associazione, nella propria risposta alla consultazione, ha richiesto al MEF di consentire ai fondi pensione aperti istituiti e gestiti da SGR di poter continuare a svolgere le medesime attività garantite dalla previgente normativa e, quindi, di poter essere considerati come rientranti nell'ambito di applicazione della IORP II.

Tale richiesta è stata accolta dal MEF, il quale ha modificato il testo posto in consultazione, eliminando le modifiche inizialmente introdotte e assicurando ai fondi pensione aperti le medesime possibilità previste dalla previgente normativa.

La risposta alla consultazione per l'attuazione della IORP II ha rappresentato l'occasione per portare all'attenzione del MEF gli effettivi negativi dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea sulla gestione delle risorse dei fondi pensione, soprattutto nel caso in cui questa dovesse avvenire in assenza di un accordo tra le parti.

Assogestioni, infatti, ha sottolineato le conseguenze della Brexit sulle convenzioni in essere tra fondi pensione, gestori e sub-gestori stabiliti nel Regno Unito, proponendo una possibile soluzione al fine di assicurare continuità nella gestione dei fondi pensione.

Tale tematica è stata poi nuovamente affrontata e segnalata da Assogestioni in una lettera inviata al Dipartimento del Tesoro del MEF, la quale è stata condivisa e firmata anche dall'Associazione dei fondi pensione negoziali (Assofondipensione).

3.5 Autoregolamentazione

3.5.1. L'istituzione del Comitato Diversity.

Nel corso del 2018 l'Assogestioni ha istituito un Comitato *Diversity*. Il Comitato è chiamato ad analizzare l'attuale assetto organizzativo dell'industria del risparmio gestito in relazione alla diversità dei profili professionali presenti negli organi delle SGR e nel personale dirigenziale, al fine di proporre al Consiglio Direttivo l'eventuale adozione di principi guida in materia di diversità degli organi di amministrazione e controllo e, più in generale, nell'ambito delle politiche delle SGR in materia di selezione del personale.

Tali principi potranno trovare collocazione nel Protocollo di Autonomia delle SGR, il documento di autoregolamentazione dell'Assogestioni che consente alle società di gestione di modulare l'adozione volontaria di principi di *governance* innovativi. Tale iniziativa si inquadra, inoltre, nell'ambito dell'analisi che gli organi legislativi e gli organi di vigilanza a livello europeo e nazionale hanno da tempo intrapreso. È stato infatti ampiamente riconosciuto che le carenze nei dispositivi di governo e nel monitoraggio delle decisioni di gestione abbiano contribuito a un



comportamento di assunzione dei rischi meno prudente da parte degli enti nel periodo che ha preceduto la crisi finanziaria del 2007-2008.

Tra le misure individuate a livello europeo per rafforzare la *governance* degli enti vi è proprio quella della diversificazione nella composizione degli organi di gestione; e ciò nel presupposto che la presenza in detti organi di un ampio ventaglio di percorsi e di competenze, favorisca l'indipendenza delle opinioni e le discussioni costruttive, e, in questo modo, contrasti il fenomeno della c.d. "mentalità di gruppo" (*group think*) che, si ritiene, abbia portato in passato all'esercizio di una sorveglianza insufficiente da parte degli organi di gestione.

Le varie iniziative in tema di diversità nella composizione degli organi di gestione hanno riguardato inizialmente solo le società quotate in borsa e poi anche gli enti creditizi e le imprese di investimento. Da ultimo e con specifico riferimento alle SGR, lo scorso agosto la Banca d'Italia ha promosso una consultazione sulle misure di attuazione del pacchetto MiFID II/MiFIR, ove si prevede, *inter alia*, che la composizione degli organi sociali degli intermediari debba riflettere un adeguato grado di diversificazione in termini, tra l'altro, di competenze, esperienze, età e genere.

Tenuto conto della rilevanza del fenomeno, il Consiglio Direttivo dell'Associazione dello scorso 26 settembre 2018 ha approvato la proposta del Comitato *Diversity* di procedere all'invio alle SGR di un questionario, finalizzato a raccogliere informazioni utili per l'analisi (i) delle prassi in tema di politiche di diversità eventualmente (già) adottate dalle società; (ii) dell'attuale composizione degli organi di amministrazione e controllo delle SGR nonché del *management team* delle stesse. Sulla base delle informazioni raccolte, il Consiglio Direttivo individuerà, su proposta del Comitato *Diversity*, le misure di autodisciplina e/o le *best practice* da definire in materia di *diversity*.

3.5.2 Standardizzazione delle prassi operative

È 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 2018 i lavori del gruppo hanno dedicato particolare attenzione soprattutto alla revisione dei processi per il trasferimento delle quote, individuando le aree più critiche e le modalità di soluzione degli snodi operativi più problematici.

L'Associazione - in collaborazione con l'Osservatorio - si è anche fatta promotrice di un'indagine che ha consentito di rilevare un'ormai ampia diffusione degli *standard* all'interno dell'industria.

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*.



3.5.3 L'European MiFID Template (EMT)

Nel corso del 2018 l'Associazione ha partecipato e monitorato attentamente i lavori dello *European Working Group (EWG)* volti ad aggiornare il template EMT funzionale ad agevolare la trasmissione dei flussi informativi tra case prodotto (SGR/SICAV e emittenti di prodotti strutturati) e distributori per adempiere ai nuovi obblighi stabiliti dalla MiFID II. In questo contesto, nel febbraio 2019 è stata approvata la costituzione del *Financial Data Exchange Group (FinDatEx)*, in sostituzione dell'EWG, ed in particolare la sua struttura di *governance* da parte di *European Fund and Asset Management Association (EFAMA)*, *European Banking Federation (EBF)*, *Insurance Europe*, *European Saving and Retail Banking Group (ESBG)*, *European Association of Co-operative Banks (EACB)* e *European Structured Investment Products Association (EUSIPA)*.

3.5.4 EFAMA Stewardship Code

Nel 2018 è stata operata una revisione dell'EFAMA *Stewardship Code*, sia per aggiornarlo sulla base degli sviluppi del *trend* internazionale sia al fine di renderlo coerente con le previsioni contenute nella *Shareholder Rights Directive II*. L'Associazione è stata parte attiva del processo di revisione, anche in quanto proprio ad Assogestioni è affidata la presidenza della *Standing Committee* che si è occupata della revisione del testo. Tra le principali novità introdotte, si richiama in particolare la disposizione che definisce le corrette procedure per l'*engagement* c.d. "*one-way*" (che consiste in una comunicazione unilaterale da parte dei gestori nei confronti dei membri del *board* di una società) e per l'*engagement* c.d. "*bi-way*" (che invece è un vero e proprio dialogo bilaterale).



4. Corporate governance

4.1 Attività dell'Associazione

Nel 2018 si è confermato l'impegno dell'Associazione nel tutelare i diritti degli azionisti, sia tramite il Comitato *corporate governance*, sempre attivo nella promozione della diffusione della cultura della *governance* tra gli operatori del mercato, sia attraverso l'attiva partecipazione ai lavori del *Comitato per la Corporate Governance* delle società quotate.

Il 2018 è stato l'anno in cui Assogestioni ha ospitato per la prima volta a Milano la Conferenza annuale dell'*International Corporate Governance Network - ICGN*. La conferenza si è svolta dal 25 al 28 giugno 2018 presso il Pavillon e le Tower Unicredit. Si è trattato del più importante appuntamento annuale dell'*ICGN*, che ha coinvolto circa 500 investitori istituzionali provenienti da tutte le parti del mondo per un totale di circa 30 trilioni di dollari di masse gestite e che ha offerto un'occasione per avere una prospettiva globale e sempre aggiornata sui temi di *corporate governance* e *investor stewardship*.

Nelle tre giornate della conferenza, che ha visto avvicinarsi i vertici delle maggiori società partecipate, gli investitori istituzionali nazionali e internazionali e i maggiori *provider*, un'intera giornata è stata dedicata in particolare all'Italia. In questa occasione sono stati coinvolti esponenti del mondo accademico e di spessore internazionale i quali hanno dibattuto i loro *paper* sui temi di maggiore interesse con rappresentanti degli emittenti, investitori e professionisti nazionali e internazionali.

Il 10 e 11 dicembre 2018 si è svolta la quarta edizione dell'*Italy Corporate Governance Conference (ICGC)*, organizzata da Assonime e Assogestioni, in collaborazione con l'OCSE e con il supporto di Borsa Italiana, 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.

Dal 2016, inoltre, 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 2.200 firmatari tra investitori istituzionali, società di gestione del risparmio e fornitori di servizi.

Sono proseguite anche nel corso del 2018, infine, 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, che viene proposto dal 2012, nel corso degli anni si sono succedute anche una serie di giornate di *follow up* su alcuni temi specifici, quali, da ultimo, le responsabilità civili e penali degli amministratori e dei sindaci, le sinergie e le divergenze tra il collegio sindacale e il comitato controllo e rischi nonché la sostenibilità e *governance* dell'impresa.

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

4.2 Attività del Comitato dei gestori

Il 2018 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 dei gestori, 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 2018 sono risultati eletti o cooptati 58 consiglieri di amministrazione, 36 presidenti di collegi sindacali e 5 sindaci effettivi (nonché 40 sindaci supplenti). Le liste depositate sono state 83.

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 riconosce l'importanza 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 triennio 2016-2018, circa il 42 per cento degli eletti sulla base di liste depositate dal Comitato dei gestori proviene da significative esperienze manageriali e di alta direzione, il 45 per cento dalla libera professione mentre la restante percentuale dal mondo accademico. Molti degli eletti hanno maturato significative esperienze internazionali. La loro età media si aggira intorno ai 53 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 ha proposto nel 2018 oltre il 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 37% e sono andati a ricoprire incarichi in 30 tra le società a maggiore, media e piccola 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 un'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.



5. Informare, formare, educare

5.1 Salone del Risparmio

Nel 2018 il Salone del Risparmio ha consolidato il suo *standing* di primo e principale evento dell'industria del risparmio in Italia. Dalla rivoluzione dei PIR alle sfide della MiFID II, dal *fintech* alla sostenibilità – primo evento a dedicare un percorso dedicato agli investimenti ESG, prima del *boom* che nella seconda metà dello scorso anno ha interessato questi strumenti – il Salone 2018 ha riunito i protagonisti del risparmio gestito, la stampa, il mondo delle istituzioni e quello accademico, alimentando una discussione costruttiva intorno ai temi strategici di maggiore attualità per il settore.

Permettetemi di condividere qualche numero per sottolineare il notevole sviluppo del Salone, che col passare degli anni infrange nuovi *record*: la nona edizione ha registrato la partecipazione di oltre 15mila visitatori (il 15% in più rispetto ai 13mila della precedente edizione). Il Salone 2018 è stato inoltre caratterizzato da una maggior presenza del pubblico degli operatori, passata dal 86% all'88% (operatori del settore e giornalisti).

Importante anche la partecipazione delle istituzioni (governo e autorità di vigilanza, con particolare riguardo al “debutto” in un evento pubblico per l'allora neopresidente della Consob, Mario Nava) che ha consentito di comunicare in maniera ancora più diretta con il Paese.

5.2 Capitale umano

La creazione e la formazione di capitale umano sono un nodo cruciale per il futuro dell'industria e nel 2018 è stata portata a termine con successo la seconda edizione del programma "Il tuo Capitale Umano" (ICU). Un progetto nato con lo scopo di avvicinare all'industria del risparmio gestito neolaureati e laureandi con competenze di tipo gestionale, economico, giuridico e quantitativo, dando loro la possibilità di conoscere le opportunità lavorative offerte dal settore ed entrare in contatto diretto con le principali SGR italiane ed estere.

Il programma di ICU si articola in tre momenti. Un primo momento dedicato ad una serie di incontri che si svolgono in vari atenei italiani e dove gli studenti hanno la possibilità di conoscere le caratteristiche chiave del settore e le competenze principali richieste dalle SGR. A questo primo incontro segue una giornata di formazione e orientamento nell'ambito del Salone del Risparmio – quest'anno prevista per il 4 aprile; e, infine, un terzo momento nel quale viene data ai partecipanti la possibilità di prendere parte alle selezioni per tirocini formativi messi a disposizione dalle società aderenti al programma.

Ecco i principali numeri della seconda edizione di ICU: 1.616 curricula caricati sul sito, 285 ragazzi presenti in aula nelle università raggiunte dal *roadshow*, lo svolgimento di 200 colloqui e l'offerta di 31 *stage* da parte delle 19 SGR che hanno partecipato all'iniziativa – molti trasformati poi in opportunità di impiego a tempo indeterminato.



Il successo dell'edizione 2018 ha portato alla decisione di proseguire su questo cammino e lanciare la terza edizione, che ha toccato nove atenei in tutta Italia, da Trento a Bari, passando per le principali città della Penisola.

5.3 Educazione e formazione, due leve per il futuro

Le scelte finanziarie sono tra le principali decisioni che gli individui prendono nel corso della vita. La maggior parte dei risparmiatori italiani, tuttavia, non possiede conoscenze sufficienti a prendere decisioni corrette o a richiedere supporto a professionisti qualificati.

Assogestioni ha da tempo riconosciuto il ruolo che l'educazione finanziaria e la formazione professionale – elemento qualificante e funzionale allo sviluppo della consulenza in materia di investimenti, riconosciuto come tale anche dal legislatore europeo attraverso MiFID II – possono svolgere nella protezione dell'investitore, ed è attualmente impegnata in numerose iniziative – molte delle quali trovano spazio e risonanza al Salone del Risparmio – dove le competenze degli operatori sono valorizzate con momenti di formazione certificata (oltre 40 le ore di formazione professionale offerta ai professionisti della consulenza finanziaria nel Salone 2018).

Avviato con le prime indagini di mercato nel 2015, il progetto dell'Associazione di un Osservatorio permanente sul risparmio prosegue con convinzione, suffragato dai risultati.

Lo studio a cura della società di ricerca Demia presentato al Salone 2018 ha infatti evidenziato l'importanza che gli italiani associano allo sviluppo di progetti di educazione finanziaria, con l'82% degli intervistati che si sono dichiarati favorevoli a un programma di avvicinamento e formazione al mondo del risparmio e degli investimenti, a fronte di un dato medio europeo pari al 71%.

5.4 FocusRisparmio: l'impegno per un'informazione di qualità

Informare, formare, educare. Sono queste le direttrici di sviluppo dell'agenda di comunicazione di Assogestioni. Forte della convinzione che solo chi è davvero consapevole può cogliere le migliori opportunità di investimento, l'Associazione considera la cultura e l'educazione finanziaria un obiettivo strategico sia per chi offre consulenza sia per i risparmiatori.

Nel 2018 l'Associazione, a fianco all'attività di *media relation* e alla pubblicazione di notizie sul proprio sito, ha dedicato crescenti risorse ed energie alle iniziative editoriali – anche attraverso il potenziamento dei canali *social* – volte ad approfondire l'analisi dei principali *trend* di mercato e dell'industria, coinvolgendo gli *stakeholder* nella discussione informata sui propri canali stampa e *web*.

Vorrei dunque sottolineare lo sviluppo e la crescita della testata FocusRisparmio, lo strumento di comunicazione su cui l'Associazione sta puntando per instaurare un rapporto intellettuale privilegiato con gli operatori del risparmio depositari del rapporto fiduciario con il cliente.



FocusRisparmio, la testata giornalistica edita da Assogestioni, raggiunge quotidianamente un vasto pubblico di consulenti finanziari, *private banker* e *fund selector*. Il nostro giornale produce e diffonde cultura e informazione attraverso lo sviluppo di differenti strumenti e mezzi di comunicazione:

- il *magazine* bimestrale raggiunge circa 11 mila abbonati. I lettori che ricevono la rivista direttamente sulla propria scrivania sono per il 75% professionisti appartenenti al mondo della distribuzione e della consulenza;
- il sito FocusRisparmio.com ospita ogni giorno notizie, interviste esclusive, ricerche e informazioni su eventi e corsi di formazione, e può contare su oltre 23mila utenti mese (dati a fine gennaio 2019);
- i contenuti *online* sono ulteriormente diffusi attraverso una *newsletter* con oltre 32mila iscritti.



6. Conclusioni

6.1 Piani Individuali di Risparmio

I PIR si sono rapidamente affermati 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.

Alla luce del recente aggiornamento della normativa dei piani di risparmio, l'Associazione esprime la forte preoccupazione che nel medio termine esso possa avere l'effetto, certamente non desiderabile, di limitare lo sviluppo dei fondi aperti PIR *compliant* senza che vi sia all'orizzonte una solida alternativa sotto forma di fondi chiusi che possa in qualche modo compensare la riduzione dei flussi.

Sul punto sarebbe perciò opportuno rimettere rapidamente mano alla disciplina dei PIR differenziando adeguatamente le due forme di investimento. Ad esempio ripristinando l'originario regime per i fondi aperti e introducendone uno *ad hoc* per i fondi chiusi; ciò in ragione del più elevato grado di illiquidità che il portafoglio di questi ultimi può raggiungere oltre che del diverso *target* di clientela al quale potrebbero essere offerti.

6.2 Pan-European Personal Pension (PEPP)

Nel 2018 sono stati compiuti una serie di passi decisivi 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.

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.

6.3 Finanza sostenibile

L'anno in corso sta vedendo giungere a compimento le iniziative legislative lanciate nel 2018 dall'*Action Plan* per la finanza sostenibile della Commissione Europea. Il nuovo regime regolamentare prevede, tra l'altro, maggiori obblighi di trasparenza per i gestori e una maggiore attenzione alle modalità di gestione e monitoraggio dei rischi ESG e degli impatti climatici, ambientali e sociali degli



investimenti. Le normative ora in via di definizione avranno un impatto ampio e avranno riflessi anche sulle direttive chiave che definiscono il nostro settore quali UCITS, MiFID e AIFMD.

L'industria ha mostrato attenzione, senso di responsabilità e desiderio di giocare il proprio ruolo nel raccogliere la sfida e contribuire ad una transizione del sistema economico verso una maggior resilienza e sostenibilità.

L'integrazione di valutazioni ESG nell'attività di gestione degli obiettivi – imprescindibili ma connessi – di profittabilità economica, fanno oramai parte del patrimonio di molti gestori ed investitori ma il programma che si propone l'Unione è ambizioso e le sue concrete modalità di attuazione sono ancora in fase di definizione ed è indubbio che il tema della sostenibilità rientri a pieno diritto tra le sfide principali che l'industria deve oggi affrontare.

L'Associazione si adopera perché le norme in discussione siano coerenti con gli obblighi dei gestori nei confronti dei risparmiatori, con la modalità di funzionamento delle SGR e costituiscano, allo stesso tempo, un effettivo sprone alla crescita dei flussi finanziari che supportano la transizione verso la sostenibilità e all'innovazione finalizzata ad una maggior efficacia degli strumenti finanziari.

6.4 Corporate governance

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 relevantissime esternalità positive della nostra industria, ci impone di assumere un ruolo di *leadership* sulle questioni di *corporate governance* anche rispetto a 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.

A oltre vent'anni dalla presentazione dei primi candidati, il meccanismo del voto di lista ha dimostrato una significativa capacità di adattamento per far fronte alle nuove e diverse sfide.

Un'ulteriore sfida da cogliere è senz'altro quella offerta dal recepimento in Italia della seconda direttiva sui diritti degli azionisti, per cui si rende opportuna una riflessione in merito alle migliorie da apportare ai Principi Italiani di *Stewardship*, dimodoché questi possano continuare a essere punto di riferimento non solo per gli operatori del mercato ma anche fonte di *best practice* a cui il legislatore europeo e italiano possono guardare con attenzione nell'analisi del quadro di riferimento su cui impostare i propri interventi normativi.



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.