



Audizione del Presidente di Assogestioni

Prof. Domenico Siniscalco

VI Commissione (Finanze e Tesoro)

Camera dei deputati

**Indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti
finanziari**

Roma, 12 maggio 2011

Audizione del Presidente di Assogestioni
Prof. Domenico Siniscalco
Roma, 12 maggio 2011

VI Commissione (Finanze e Tesoro)
Camera dei deputati
Indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il risparmio in Italia. – 2.1. – La ricchezza delle famiglie italiane. – 2.2. L'industria del risparmio gestito attraverso la crisi. – 2.3. L'istituzionalizzazione del mercato. – 2.4. L'incentivazione del risparmio a lungo termine. – 3. Proposte in materia di fiscalità. – 3.1. – Agevolazioni alle imprese residenti che investono in OICR armonizzati azionari. – 3.2. Normativa tributaria agevolata per attrarre imprese residenti all'estero che intraprendono nuove attività economiche in Italia. – 3.3. Incentivi agli investimenti di lungo periodo. – 4. Proposte di modifica del quadro normativo e regolamentare. – 4.1. Cooperazione tra istituzioni e mercato nella definizione della normativa dell'Unione europea. – 4.2. L'attuazione della disciplina UCITS IV. – 4.3. Altre proposte di modifica. – 4.4. L'attuazione dell'art. 32 del decreto-legge n. 78/2010: impatto sui fondi comuni d'investimento mobiliari e immobiliari. – 4.5. Istituzione di società di investimento a capitale fisso. – 5. Proposte in materia di *corporate governance* delle società quotate. – 6. Sostegno alla previdenza complementare. – 7. Conclusioni.

Desidero in primo luogo ringraziare il Presidente e i componenti di codesta Commissione per l'opportunità offerta ad Assogestioni di rappresentare il proprio punto di vista sull'attuale situazione dei mercati degli strumenti finanziari e sulle prospettive di sviluppo. La nostra associazione rappresenta tutti i principali operatori italiani ed esteri attivi nel nostro Paese e specializzati nella gestione di fondi comuni di investimento aperti, fondi immobiliari, fondi riservati, fondi speculativi, fondi pensione aperti e negoziali, gestioni di portafoglio. L'industria del risparmio gestito ha, alla fine del 2010, un patrimonio complessivo superiore a 1.000 miliardi di euro, serve più di 9 milioni di sottoscrittori e impiega direttamente più di 10.000 addetti ad alta qualificazione.

1. Premessa. A seguito della crisi finanziaria internazionale i mercati finanziari globali hanno subito una serie di contraccolpi, cui hanno fatto seguito significativi

interventi governativi, ispirati per lo più da condizioni di emergenza e di rischio sistemico. Le riforme attuate hanno certamente contribuito ad arginare la crisi ma non si sono dimostrate sufficienti a soddisfare le nuove esigenze dei risparmiatori. Anche per queste ragioni appare necessario attuare riforme di ampio respiro con finalità di lungo termine, ispirate dalla volontà di razionalizzare il sistema e che rispondano alle criticità e alle nuove sfide con un approccio sistemico e non già di urgenza. Devono, quindi, essere messe in campo riforme di lungo termine, in grado di consentire una progressiva ripresa e il raggiungimento di una nuova stabilità su un sentiero di crescita più elevata dell'attuale.

In quest'ottica, è bene guardare allo sviluppo dei mercati degli strumenti finanziari perché questi hanno quale funzione fondamentale quella di costituire canali di trasmissione tra risparmio ed investimento.

Per raggiungere dunque l'obiettivo di valorizzare appieno la capacità di risparmio del Paese, è quanto mai indispensabile individuare e promuovere una serie di misure volte a: (i) valorizzare nelle forme opportune gli investimenti in strumenti di risparmio gestito e previdenziale a lungo termine; (ii) creare nuovi canali che connettano il risparmio all'investimento; (iii) migliorare ulteriormente la *corporate governance* delle società quotate per una maggiore tutela degli azionisti e dei creditori.

2. Il risparmio in Italia.

2.1 La ricchezza delle famiglie italiane. L'Italia è un paese di grandi risparmiatori. La ricchezza delle famiglie italiane, pari a quasi otto volte il reddito disponibile, risulta tra le più elevate e meglio distribuite tra le economie sviluppate.

Nonostante tale circostanza sia ben nota, solo di recente essa ha acquistato le prime pagine dei giornali ed è prepotentemente rientrata nel dibattito politico ed economico. Ciò è avvenuto, in particolare, grazie al cruciale ruolo di difesa che il risparmio, accumulato sotto forma di ricchezza immobiliare e finanziaria, ha svolto e svolge tuttora nella navigazione attraverso le acque agitate della crisi economica della quale solo da poco si cominciano a vedere alcuni segnali di allentamento.

La grande massa di risparmio, combinato con un basso livello di indebitamento, oltre a permettere alle famiglie di far fronte agli effetti della recessione in maniera meno traumatica rispetto a quanto accaduto in altri stati, ha altresì consentito al nostro paese di mantenere a distanza di sicurezza gli spettri del *default* sul debito sovrano.

Se le più recenti previsioni congiunturali degli analisti si riveleranno corrette, dopo aver affrontato una repentina discesa, ci attende ora una costante ma lenta risalita. Con la progressiva uscita dalla recessione è legittimo attendersi un'inversione di tendenza della propensione al risparmio che nel corso degli ultimi 3 anni ha mostrato una flessione di quasi due punti percentuali e che attualmente si attesta intorno al 12%

Con un'economia in ripresa i flussi di risparmio potranno riprendere con maggior vigore. Gli intermediari e i gestori, laddove necessario anche con il supporto dei *policy maker*, dovranno farsi trovare preparati affinché tale preziosa risorsa possa trovare soluzioni di tutela e di gestione adeguate alla nuova realtà dei mercati finanziari.

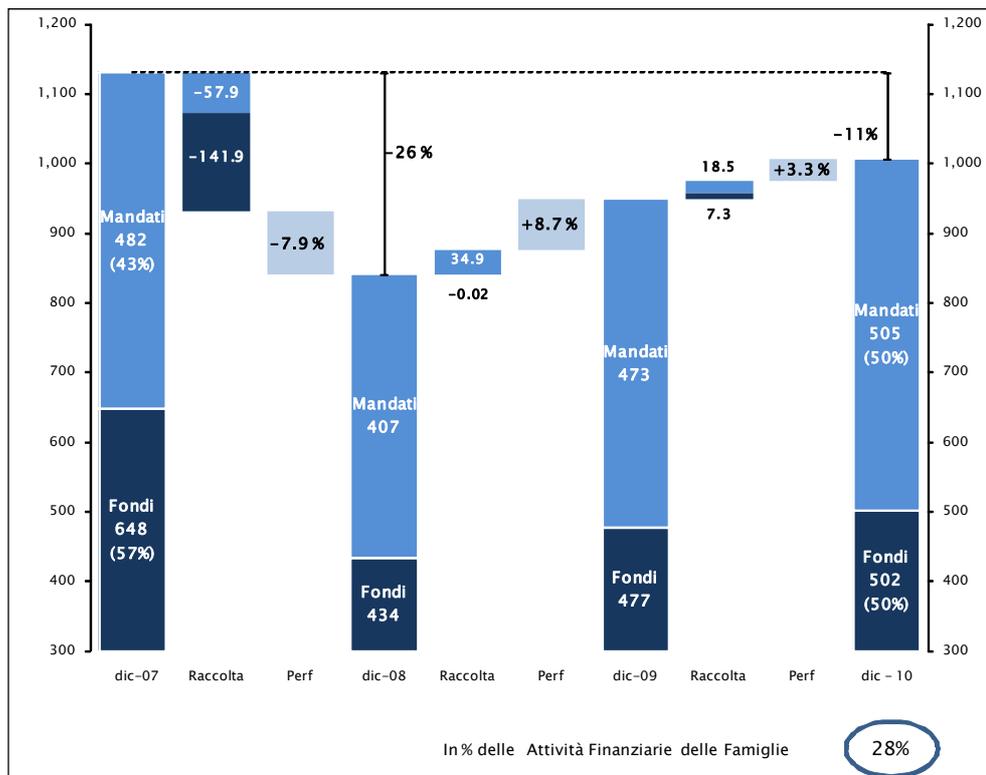
A tale proposito è opportuno sottolineare come l'incidenza del risparmio gestito sul totale del risparmio degli italiani è ancora relativamente modesta ed esistono pertanto importanti margini di crescita. Ciò ha favorito nel corso degli anni la crescita della componente immobiliare della ricchezza, che oggi è pari a quasi due terzi del totale, valore che ci colloca tra i primi posti tra i paesi più sviluppati.

La sfida che gli intermediari devono cogliere è quella di valorizzare al meglio il portafoglio finanziario delle famiglie rendendo più efficienti e fluidi i canali che portano il risparmio all'investimento, per fornire un servizio migliore ai risparmiatori, favorire le imprese più meritevoli e in questo modo beneficiare, in ultima analisi, la nostra economia nel suo complesso.

2.2 L'industria del risparmio gestito attraverso la crisi. Alla fine del 2007 l'industria del risparmio gestito gestiva poco più di 1100 mld di euro, pari a circa un terzo del totale delle attività finanziarie delle famiglie e al 75% del PIL. Tali importanti masse di risparmio risultavano allocate in prevalenza nella forma della gestione collettiva (fondi comuni, aperti e chiusi, 57% del mercato); il resto risultava gestito su delega nell'ambito di gestioni di portafoglio per clienti istituzionali, come le compagnie di assicurazione e i fondi pensione (28%), o *retail* (15%).

La crisi finanziaria manifestatasi nel corso del 2008 ha provocato la fuoriuscita di importanti masse in gestione per complessivi 200 mld circa, 140 dei quali solamente dal segmento dei fondi. Se a ciò si somma l'effetto della diminuzione del valore di mercato degli strumenti presenti nei portafogli (effetto performance complessivamente pari a -8% per un controvalore di -90 mld) ne risulta che a fine anno l'industria sperimentava una contrazione del 26% delle masse complessive che si attestavano in valore assoluto attorno agli 840 mld (Figura 1).

Figura 1: Patrimonio, raccolta e performance dell'industria del risparmio gestito 2008-2010. Dati annuali in mld di euro.



Nel corso dei successivi due anni, la perdita di valore dei patrimoni gestiti attribuibile alle avversità dei mercati finanziari è stata più che recuperata (effetto performance pari a +8.7% nel 2009 e +3.3% nel 2010).

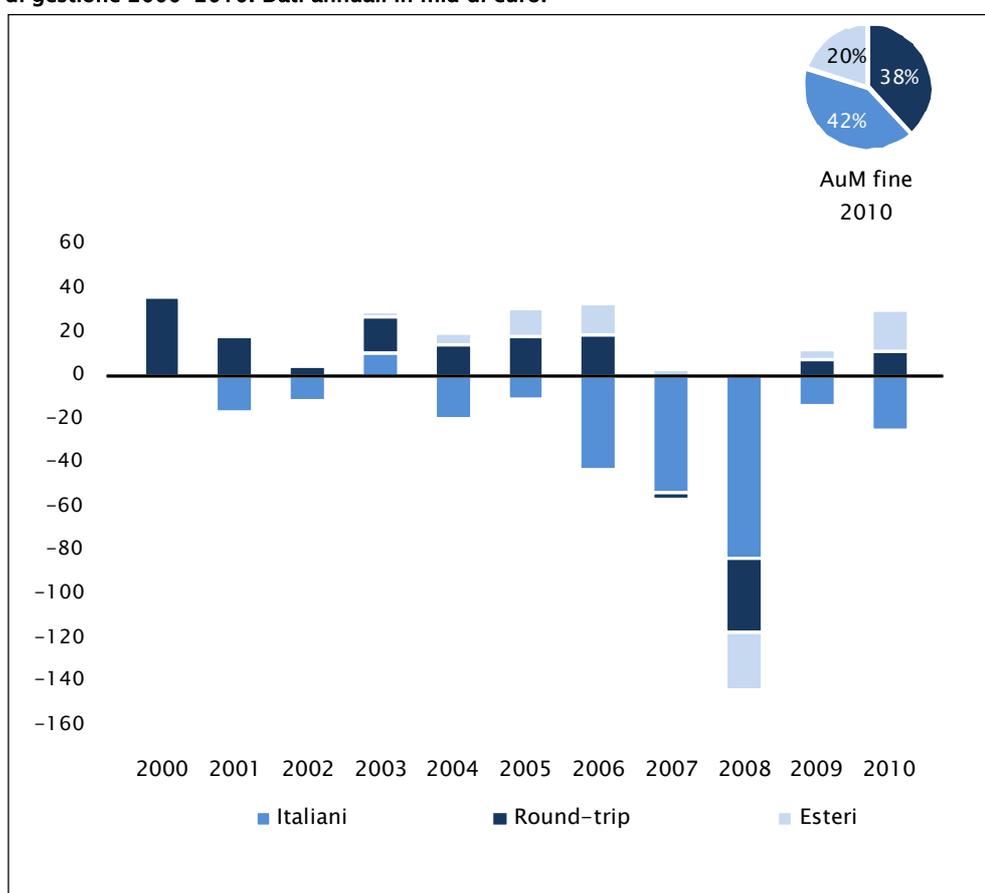
Per quanto attiene alla raccolta, il segmento dei mandati ha quasi del tutto azzerato le fuoriuscite del 2008 (53 mld di afflussi) e ha sperimentato al tempo stesso una significativa evoluzione nella composizione tipologica e nella qualità dei flussi. In particolare, i riscatti del 2008 erano prevalentemente da attribuire alle difficoltà delle gestioni di portafoglio *retail*, in particolar modo delle gestioni in fondi, complici i restrittivi interventi regolamentari seguiti al recepimento della MiFID. Per contro, i recuperi degli anni 2009 e 2010 hanno visto protagoniste le gestioni istituzionali (raccolta rispettivamente pari a +38 e +15 mld), in particolar modo quelle relative ai prodotti assicurativi che attualmente rappresentano più della metà di tutte le gestioni di portafoglio.

La raccolta del segmento fondi ha attraversato, nel complesso, una fase stagnante (praticamente nulla nel 2009, di poco superiore ai 7 mld nel 2010). Tuttavia, al suo interno, in particolare nel fondamentale comparto dei fondi aperti (+5 mld lo scorso anno), esso ha visto l'accentuazione di un fenomeno di ricomposizione tipologica che, con poche eccezioni, è in atto da una decina d'anni e che si manifesta in una raccolta

negativa per i prodotti italiani e in una contestuale raccolta positiva per i fondi istituiti in altri paesi (Lussemburgo in testa) da intermediari appartenenti a gruppi italiani (c.d. fondi *round-trip*) o esteri (Figura 2).

Tale processo ha portato sul finire del 2010 a una situazione caratterizzata da una sostanziale parità tra gli *asset* gestiti in fondi italiani (42%) e *round-trip* (38%) e da una significativa presenza dei prodotti di case estere (20%).

Figura 2: Raccolta dei fondi aperti suddivisi per domicilio del prodotto e del gruppo di gestione 2000-2010. Dati annuali in mld di euro.



Il delicato equilibrio del fenomeno di ricomposizione appena illustrato può aiutare a comprendere meglio le ragioni di quella che può essere giudicata una ancor troppo timida ripresa del segmento fondi. In particolare essa sembrerebbe dipendere in maniera cruciale dall'accelerazione dei deflussi dai prodotti nazionali (-12 mld nel 2009, -25 nel 2010) a fronte di un'espansione dei prodotti esteri (rispettivamente +12 e +30 mld), importante ma non di dimensioni tali da far pendere il risultato netto finale su valori paragonabili a quelli pre-crisi.

2.3. L'istituzionalizzazione del mercato. Se si considera l'andamento complessivo dell'industria nel medio periodo, si nota che la differenza tra la raccolta del segmento dei mandati e quella della gestione collettiva ha portato nell'ultimo anno, per la prima volta nella storia dell'industria italiana, al sorpasso delle masse gestite che afferiscono al primo segmento (505 mld) su quelle del secondo (502). Si tratta in tutta evidenza di un sorpasso di piccola entità sotto il profilo quantitativo, che tuttavia assume un importante significato sotto quello qualitativo: il mercato infatti sembra uscire dalla crisi orientandosi verso un maggior grado di istituzionalizzazione.

Rispetto alle maggiori economie mondiali, l'Italia ha sempre sofferto di un debole sviluppo degli investitori istituzionali. La tendenza rilevata va quindi valutata positivamente, soprattutto perché la maggior presenza di questi investitori produce effetti benefici sul mercato del risparmio e quindi, più in generale, sull'intera economia. In particolare, essi danno maggiore stabilità ai flussi di risparmio, contribuiscono ad allungare l'orizzonte temporale degli investimenti e inoltre sono strutturalmente meglio predisposti a reggere gli alti e bassi del mercato rispetto agli investitori individuali, spesso vittime dell'emotività.

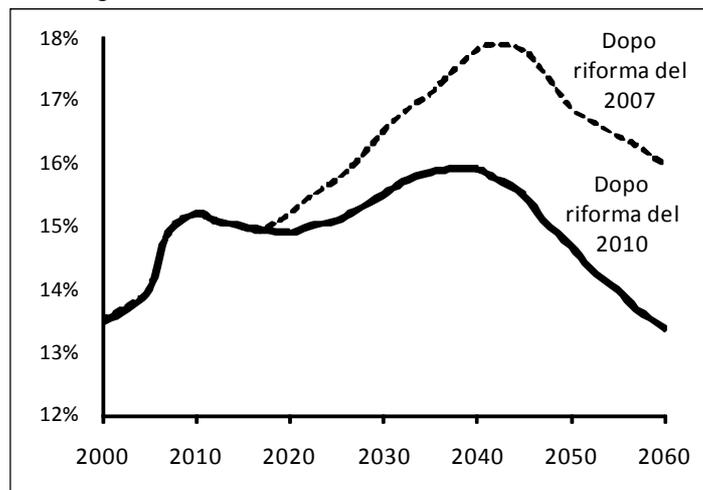
Sotto il profilo della composizione e del peso relativo della clientela, nell'ambito delle gestioni istituzionali si fa ancora sentire il modesto sviluppo dei fondi pensione, uno strumento di risparmio che nelle altre economie avanzate rappresenta una componente fondamentale (se non addirittura prevalente) del mercato istituzionale. A tale proposito può essere interessante evidenziare che le gestioni di patrimoni previdenziali, anche nel periodo peggiore della crisi dei mercati, hanno beneficiato di flussi positivi in tutti i trimestri e si sono contraddistinte per un patrimonio in continua crescita.

Nonostante gli importi siano ancora relativamente modesti (meno del 10% del segmento dei mandati), ciò fornisce una misura del potenziale ancora inespresso a causa del perdurante insufficiente sviluppo della previdenza complementare nel nostro Paese.

2.4. L'incentivazione del risparmio a lungo termine. La lunga serie di interventi sul sistema previdenziale pubblico che si sono succeduti a varie riprese nel corso degli ultimi 15 anni avrà nel medio e nel lungo termine un duplice effetto. Da una parte quello di riportare sotto controllo la spesa pensionistica in rapporto al PIL e di renderla quindi sostenibile anche nel lungo periodo. A tale proposito il recente intervento in materia di revisione periodica dei coefficienti di trasformazione per adeguarli tempo per tempo alla speranza di vita ha fornito un contributo fondamentale al contenimento delle spesa prospettica (Figura 3).

Figura 3: Spesa pubblica per le pensioni in rapporto al PIL.

Stime Ragioneria Generale dello Stato.

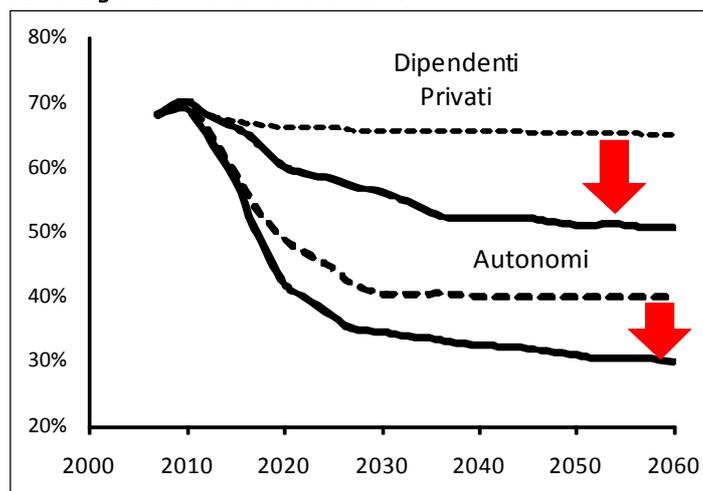


Dall'altra parte, e per converso, tali interventi determineranno una considerevole riduzione del tasso di sostituzione, cioè del rapporto tra ultimo stipendio e prima pensione, che i lavoratori appartenenti alle coorti meno anziane si potranno ragionevolmente attendere all'età del pensionamento (Figura 4).

Figura 4: Effetto sui tassi di sostituzione della riforma del 2010 in materia di revisione periodica dei coefficienti di trasformazione.

Ipotesi: pensionamento a 63 anni d'età con 35 di contribuzione.

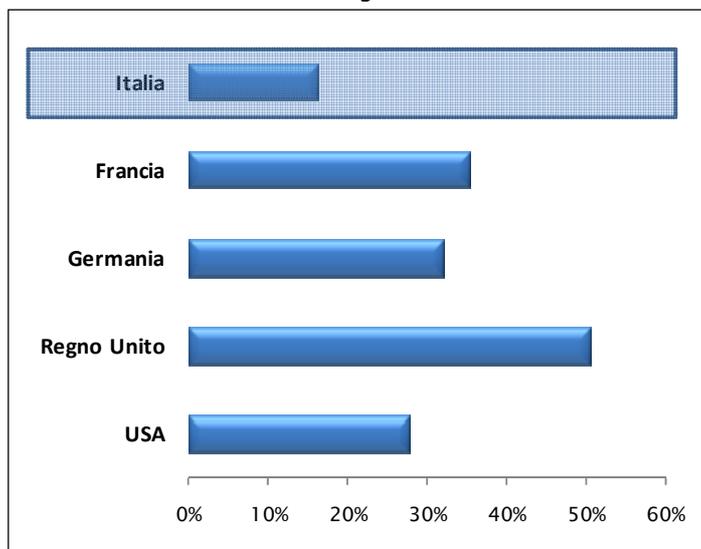
Stime Ragioneria Generale dello Stato.



In tale contesto, il tradizionale scarso sviluppo nel nostro Paese degli strumenti di previdenza complementare e più in generale degli investitori istituzionali, cui fa da

contraltare la spiccata preferenza per l'investimento nel breve termine, rappresenta una reale minaccia, purtroppo ancora troppo sottovalutata, al futuro benessere dei lavoratori di oggi (Figura 5).

Figura 5: Peso dei prodotti previdenziali e assicurativi sul totale delle attività finanziarie delle famiglie.



Da qui l'urgenza di una politica che riconosca al risparmio previdenziale e più in generale alle forme di investimento di lungo termine un trattamento privilegiato, in virtù del loro evidente valore sociale, da attuarsi anche attraverso adeguati strumenti normativi che ne incentivino lo sviluppo. A tale proposito due sono gli interventi prioritari che si ritiene opportuno segnalare in questa sede.

Il primo consiste nel rafforzamento e nella razionalizzazione del quadro disciplinare della previdenza complementare che ad oggi, nonostante siano passati solo pochi anni dall'ultima importante riforma, risulta ancora troppo frastagliato, opera da freno alla competizione e non raramente pone ostacoli all'efficienza operativa delle forme previdenziali (cfr. *infra*, par. 6).

Il secondo intervento consiste nella istituzione di uno specifico regime fiscale di favore per l'investimento del risparmio a lungo termine, sia che esso abbia natura prettamente previdenziale (accumulo per la vecchiaia) o altre finalità non meno meritevoli (ad es. acquisto della casa o spese per l'educazione dei figli) (cfr. *infra*, part. 3.3).

L'esperienza dei paesi in cui tale proposta è realtà già da tempo (ad es. con gli ISA nel Regno Unito o con i PEA francesi) mostra chiaramente che i benefici derivanti dalle

maggiori opportunità di rendimento per i propri risparmi si possono ben combinare con un'ampia dose di flessibilità delle possibilità di versamento o prelievo.

Anche i risparmiatori italiani potrebbero così allocare i propri risparmi in un conto sul quale, superato un certo periodo (ad esempio 5 anni), godrebbero di un'aliquota agevolata. Si potrebbe poi prevedere che a fronte di un piano di risparmio ancora più lungo (10 anni) l'aliquota si riduca ulteriormente. Il titolare di un simile conto sarebbe libero, all'interno, di diversificare al meglio i propri investimenti e di cambiare le proprie scelte iniziali purché, ai fini dell'aliquota agevolata, mantenga nel tempo l'ammontare dei suoi risparmi.

A differenza della previdenza pubblica e di quella complementare, non si tratterebbe di una forma di risparmio forzoso ma, piuttosto, di un risparmio volontario agevolato. Esso andrebbe a completare la gamma di strumenti a disposizione delle famiglie per investire sul lungo periodo, offrendo nuove e interessanti prospettive di rendimento per i propri risparmi.

L'incentivazione del risparmio a lungo termine, se da un lato rappresenta, per i motivi appena delineati, quasi un dovere nei confronti delle famiglie, dall'altro risponde alla pressante necessità che la nostra economia ha di finanziare, attraverso gli intermediari e i mercati finanziari, la struttura produttiva e in particolar modo gli investimenti a lungo termine nella ricerca e nello sviluppo, ingredienti indispensabili per la crescita di un paese che, come il nostro, è povero di materie prime ma particolarmente ricco di risparmio.

3. Proposte in materia di fiscalità.

In tema di fiscalità, innanzi tutto Assogestioni ringrazia nuovamente le istituzioni per l'approvazione della tanto attesa riforma del trattamento fiscale degli OICVM italiani e lussemburghesi storici, certa che la sua entrata in vigore possa contribuire fattivamente a ridare slancio all'industria del risparmio gestito, e, più in generale, a mettere a disposizione dei risparmiatori italiani - tradizionalmente poco propensi al rischio (ancor meno dopo la crisi) - uno strumento finanziario competitivo sui mercati.

Le modifiche, che entreranno in vigore il prossimo 1° luglio, non soltanto ridanno impulso all'industria del risparmio gestito ma risolvono due profili problematici di non poca entità emersi nell'ultimo periodo.

In primo luogo, la riforma, eliminando il differente e più sfavorevole trattamento fiscale dei fondi mobiliari italiani rispetto a quello previsto per gli omologhi prodotti di

diritto estero, eviterà che, con il recepimento della UCITS IV entro il 1° luglio 2011, le società di gestione italiane siano ancor più incentivate a spostare la propria operatività all'estero, avendo la possibilità di istituire fondi in altri Paesi dell'Unione europea, senza necessità di costituire *in loco* una società di gestione.

Inoltre, con la riforma della tassazione dei fondi di investimento, viene sanato il contrasto con la normativa comunitaria segnalato dalla Commissione europea nel 2008, con l'apertura di una procedura di infrazione nei confronti dell'Italia con riferimento al regime fiscale applicabile ai proventi derivanti dalla partecipazione agli OICVM esteri cc.dd. non armonizzati. Il diverso trattamento fiscale tra questi ultimi e i fondi mobiliari non armonizzati di diritto italiano - rilevava la Commissione - configura una penalizzazione a svantaggio dei fondi esteri non armonizzati incompatibile con i principi di diritto comunitario relativi alla libera circolazione dei capitali nell'ambito dell'Unione europea e dello spazio economico europeo stabiliti dai trattati.

L'importanza di sostenere con opportuni interventi in materia fiscale l'industria del risparmio gestito non si esaurisce nei profili testé illustrati. Riteniamo infatti opportuno prevedere una serie di agevolazioni e incentivi mirati.

3.1 Agevolazioni alle imprese residenti che investono in OICR armonizzati azionari.

A oggi, gli investimenti in azioni effettuati in via indiretta per il tramite di OICVM sono fortemente sfavoriti agli effetti fiscali rispetto agli investimenti in azioni effettuati non solo in via diretta, ma anche tramite società. Il regime di tassazione dei proventi conseguiti da imprese fiscalmente residenti in Italia tramite la partecipazione a OICVM italiani o esteri che abbiano l'attivo prevalentemente investito in azioni risulta, infatti, estremamente penalizzante.

Gli utili delle azioni comprese nell'attivo di OICVM italiani ed esteri di tipo azionario, qualora i partecipanti siano costituiti da imprese residenti, sono sempre soggetti a imposta due volte: una prima volta come utili d'impresa, a carico della società che li ha prodotti (e che ha come azionista l'OICVM) assoggettata a imposta sulla società italiana o estera; una seconda volta come proventi derivanti dalla partecipazione all'OICVM a carico delle imprese partecipanti all'OICVM medesimo tramite l'applicazione dell'IRES o dell'IRPEF.

Le suddette forme di prelievo sono operate sempre (e a titolo definitivo), non essendo accordato alle imprese partecipanti alcun credito d'imposta o abbattimento della base imponibile a fronte dell'imposta italiana o estera pagata a monte dalla società che ha prodotto gli utili. Di conseguenza, gli utili delle azioni comprese nell'attivo di OICVM

italiani ed esteri sono sottoposti, di regola, a una integrale doppia imposizione economica.

La doppia imposizione economica degli utili non può essere evitata neppure tramite la cessione a titolo oneroso delle quote di partecipazione negli OICVM possedute dalle imprese prima di incassare i proventi eventualmente maturati. Le plusvalenze realizzate mediante la cessione a titolo oneroso delle predette quote sono, infatti, integralmente imponibili agli effetti dell'IRES e dell'IRPEF in capo alle imprese medesime, considerato che la c.d. *participation exemption* risulta applicabile soltanto alle partecipazioni societarie e agli strumenti finanziari a queste assimilati.

Ne consegue che, ai fini dell'effettuazione degli investimenti azionari, gli investitori tendono a privilegiare strumenti diversi dagli OICVM. Normalmente, il veicolo prescelto è lo strumento societario. L'utilizzo di tale strumento consente di evitare o, comunque, attenuare, la doppia imposizione economica degli utili.

Infatti, in linea generale, gli utili concorrono a imposizione nel limite del 5% del relativo ammontare, qualora percepiti da società ed enti soggetti a IRES ovvero nel limite del 49,72% (o del 40% per gli utili maturati fino al 31 dicembre 2007), se conseguiti da imprese soggette a IRPEF. Inoltre, le plusvalenze realizzate mediante la cessione a titolo oneroso delle partecipazioni societarie possono fruire della *participation exemption* (ossia dell'esenzione nella misura del 95% o del 50,28% se conseguite, rispettivamente, da società ed enti soggetti a IRES ovvero da imprese soggette a IRPEF), ogniqualvolta siano soddisfatti i requisiti previsti dall'art. 87 del TUIR.

Pertanto, al fine di incentivare le imprese residenti a utilizzare lo strumento degli OICVM per effettuare investimenti azionari, si ritiene opportuno portare alla vostra attenzione la nostra proposta di estendere il regime fiscale previsto per le azioni alle quote di partecipazione in OICVM di tipo azionario sottoscritte dalle imprese medesime.

Il suddetto regime dovrebbe essere applicato solo con riferimento alle quote detenute in OICVM il cui attivo sia prevalentemente investito in azioni e strumenti finanziari simili. Al riguardo, si potrebbe stabilire che tale requisito risulti soddisfatto qualora il valore dell'investimento in azioni e strumenti finanziari simili non risulti inferiore, nel corso dell'anno solare, a una percentuale prestabilita del valore dell'attivo (ad esempio, non inferiore ai due terzi), per più di un numero prestabilito di giorni di valorizzazione delle quote degli OICVM (ad esempio, per più di un sesto dei giorni di valorizzazione delle quote).

3.2. Normativa tributaria agevolata per attrarre imprese residenti all'estero che intraprendono nuove attività economiche in Italia. Non si può in questa sede non menzionare la misura contenuta nell'art. 41 del D.l. n. 78/2010 sul regime di attrazione europea che consente alle imprese residenti in uno Stato membro dell'Unione europea diverso dall'Italia che intraprendono in Italia nuove attività economiche di applicare per un periodo di tre anni, in alternativa alla normativa tributaria statale italiana, il regime fiscale previsto per le imprese e i relativi dipendenti e collaboratori in uno degli stati membri dell'Unione europea (anche diverso dallo stato di stabilimento dell'impresa estera).

Si ritiene che tale regime possa costituire, unitamente al passaggio del regime di tassazione dei fondi comuni di investimento di diritto italiano dal maturato al realizzato attuata con il recente decreto c.d. Milleproroghe, un importante volano per lo sviluppo dell'industria italiana del risparmio gestito.

Nell'ottica, infatti, di una rivisitazione della struttura organizzativa delle SGR connessa all'attuazione della direttiva UCITS IV, l'Associazione esprime il proprio apprezzamento per la sensibilità dimostrata dal Parlamento e dal governo per l'introduzione di una misura che favorisce e incentiva l'accentramento in Italia delle società di gestione riconducibili a gruppi bancari e assicurativi italiani che hanno scelto altri paesi comunitari come sede sociale anche per ragioni di natura fiscale.

3.3 Incentivi agli investimenti di lungo periodo. Infine, un'ulteriore e utile misura a sostegno potrebbe essere l'incentivazione fiscale dei piani individuali di risparmio a lungo termine.

Generalmente, le scelte di investimento degli investitori italiani sono afflitte dalla brevità dell'orizzonte temporale considerato e dal conseguente fenomeno di *market-timing* avverso. Tali caratteristiche contrastano con i principi basilari di un programma di ottimizzazione del profilo atteso di rischio-rendimento, nuocendo gravemente alla redditività del portafoglio finanziario medio. Al fine di spingere i risparmiatori verso più adeguate strategie di investimento, si propone pertanto di introdurre un incentivo fiscale per gli investimenti di lungo termine che possa favorire l'investimento in quote o azioni di OICR e, più in generale, spingere i risparmiatori verso più adeguate strategie di investimento.

In particolare, la nostra proposta è quella di prevedere un incentivo fiscale con riferimento ai redditi derivanti dalle attività finanziarie detenute in "piani Individuali di risparmio", di durata non inferiore a cinque anni e con un limite annuo ai versamenti effettuabili, consistente nell'applicazione di un'imposta sostitutiva con aliquota ridotta

rispetto a quella altrimenti applicabile. In buona sostanza, con tali piani si intende fornire al risparmiatore uno strumento di investimento a lungo termine, alternativo alla previdenza obbligatoria e a quella complementare, caratterizzate da stringenti vincoli all'utilizzo delle somme investite, analogamente a quanto previsto in altri stati dell'Unione europea (ad esempio, i *Plans d'Epargne en Actions* in Francia e gli *Individual Savings Accounts* nel Regno Unito).

In termini più specifici, la proposta prevede che possano beneficiare del suddetto incentivo solo le persone fisiche che aprano un conto agevolato presso un intermediario avente a oggetto strumenti finanziari di qualunque tipo ovvero sottoscrivano (o acquistino) quote di OICR o concludano contratti di assicurazione collegati ai predetti strumenti finanziari o quote di OICR.

Inoltre, è richiesto che i suddetti piani abbiano una durata minima di cinque anni, da verificare rispetto alla data di costituzione del piano stesso (a prescindere, quindi, dalla circostanza che le somme o gli strumenti finanziari vengano immessi nei piani nel corso di più periodi d'imposta successivi). Peraltro, al fine di evitare che gli investitori che dispongono di patrimoni finanziari di rilevante ammontare assorbano la maggior parte delle risorse finanziarie disponibili, è previsto un limite annuo ai versamenti che è possibile effettuare nei suddetti piani.

Al ricorrere delle predette condizioni, i redditi di capitale e i redditi diversi derivanti da attività finanziarie, non costituenti partecipazioni qualificate ai sensi della lett. c) dell'art. 67, comma 1, del TUIR, investite nei piani sono soggetti a un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e delle ritenute alla fonte applicabile con un'aliquota ridotta rispetto a quella cui sarebbero altrimenti soggetti.

L'imposta sostitutiva potrebbe essere applicata con aliquota ridotta dagli intermediari presso i quali le attività finanziarie sono in amministrazione o gestione solo decorsi cinque anni dall'apertura del conto, dalla sottoscrizione (o acquisto) delle quote di OICR o dalla conclusione di un contratto di assicurazione collegato a strumenti finanziari (l'introduzione dell'agevolazione fiscale non avrebbe, quindi, alcuna incidenza sul gettito erariale nei primi cinque anni di applicazione).

Tuttavia, dalla data di maturazione del periodo minimo di detenzione di cinque anni, all'investitore sarebbe riconosciuto un credito d'imposta pari alla maggiore imposta sostitutiva versata nei primi cinque anni dall'apertura del piano rispetto a quella rideterminata applicando l'aliquota ridotta.

In questo modo, sebbene l'accesso all'agevolazione non sia immediato, ma operi solo dopo il decorso di cinque anni dall'apertura del piano attraverso il riconoscimento di un credito d'imposta in relazione ai guadagni realizzati in detto periodo, ne potrebbero beneficiare anche gli investimenti effettuati nei primi cinque anni.

Gli eventuali prelievi o trasferimenti a terzi di parte delle somme e degli strumenti finanziari investiti nei piani prima del compimento del periodo minimo di cinque anni, comporterebbero la decadenza dal diritto all'incentivo, con conseguente applicazione dell'aliquota ordinaria.

4. Proposte di modifica del quadro normativo e regolamentare.

4.1 Cooperazione tra istituzioni e mercato nella definizione della normativa dell'Unione europea. I mercati finanziari hanno conosciuto negli ultimi anni una costante evoluzione caratterizzata dalle innovazioni promosse dagli operatori e dal contributo delle istituzioni comunitarie e nazionali, nei rispettivi ambiti di competenza, per guidare tali innovazioni e assicurare il contemperamento di tutti gli interessi coinvolti; questo processo ha comportato una progressiva integrazione tra i mercati domestici, che ha accresciuto l'esigenza di definire a livello comunitario una normativa uniforme sempre più analitica, volta a garantire regole omogenee in ciascuno stato membro.

L'accentramento a livello comunitario di una componente sempre più rilevante della legislazione finanziaria conferisce a ciascuno stato membro il compito di proporre, nelle competenti sedi, scelte che tengano conto delle peculiarità e degli interessi dei mercati domestici. Ne discende la necessità di prevedere a livello normativo efficaci forme di coordinamento tra istituzioni politiche, autorità di vigilanza e industria, al fine di definire le istanze da rappresentare nei contesti internazionali.

Quanto proposto dovrebbe trovare applicazione, anzitutto, con riferimento al processo di revisione, appena avviato, della disciplina MiFID in tema di mercati degli strumenti finanziari; analogamente, un efficace coordinamento dovrebbe precedere la definizione della posizione italiana in ordine alla normativa in materia di gestori di fondi di investimento alternativi, c.d. AIFMD, della quale sono in discussione le misure di secondo livello. Infine, particolare rilievo avrebbe un confronto con il mercato con riguardo all'implementazione del progetto della Commissione europea in materia di UCITS V e di prodotti di investimento al dettaglio preassemblati, c.d. PRIPs.

Un primo passo nella direzione del coordinamento tra istituzioni e mercato è stato compiuto da parte del Ministero dell'economia e delle finanze e delle autorità di vigilanza attraverso la costituzione di appositi tavoli di lavoro.

4.2 L'attuazione della disciplina UCITS IV. In questi giorni è iniziato il processo di implementazione in Italia della direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (c.d. UCITS IV).

Le innovazioni della disciplina UCITS IV produrranno un significativo incremento della concorrenza nel mercato del risparmio gestito comunitario che inciderà sia sul livello di efficienza richiesto ai gestori sia sulle caratteristiche che i prodotti dovranno presentare per essere competitivi. In tale contesto, la possibilità per le società di gestione di cogliere pienamente le opportunità offerte dalla disciplina UCITS IV risulta direttamente legata al contenuto della normativa di recepimento che sarà dettata dal legislatore nazionale e alle caratteristiche degli strumenti da questo predisposti. È pertanto necessario che la disciplina primaria e secondaria che sarà elaborata delinei un quadro normativo che assicuri le migliori condizioni di sviluppo degli operatori attivi in Italia.

Il recepimento della disciplina UCITS IV costituisce dunque un passaggio di rilevanza strategica per il risparmio gestito, in quanto può rappresentare l'occasione per adottare, oltre alle norme di diretta derivazione comunitaria, anche le ulteriori disposizioni necessarie ad incentivare in modo adeguato lo sviluppo dell'industria nazionale e a rendere l'Italia un polo di attrazione per gli operatori e gli investitori internazionali. È pertanto auspicabile uno sforzo congiunto del legislatore e delle autorità di vigilanza nella definizione di un quadro regolamentare che tenga conto dell'esigenza di perseguire tali obiettivi.

Alcuni risultati positivi di quanto auspicato già emergono dallo schema di decreto legislativo posto di recente in consultazione dal Dipartimento del Tesoro, che riceverà a livello di normativa primaria la disciplina UCITS IV, nonché dal documento di consultazione della Consob contenente le modifiche al Regolamento Emittenti, conseguenti al recepimento della UCITS IV. Questi documenti di consultazione accolgono molte delle istanze rappresentate dall'industria nel documento conclusivo della *Task Force* Assogestioni per l'attuazione in Italia della UCITS IV.

4.3 Altre proposte di modifica. Nonostante gli interventi legislativi degli ultimi anni volti a superare le criticità dell'industria del risparmio gestito, occorrerebbe ancora provvedere ad alcune modifiche del quadro normativo e regolamentare.

Mi riferisco, nello specifico: (i) al superamento delle duplicazioni di adempimenti e alle difficoltà di coordinamento derivanti dalla presenza di due autorità deputate a vigilare sugli OICR; (ii) all'applicazione delle regole di condotta previste dal Testo unico della finanza agli agenti e *broker* assicurativi che distribuiscono prodotti finanziari emessi

da imprese di assicurazione; (iii) alla necessità di migliorare le “forme” di assistenza fornita alla clientela da parte degli intermediari “distributori”.

Di rilievo è, d'altra parte, la scelta di anticipare, sotto alcuni profili, il recepimento in Italia della direttiva sui gestori di fondi alternativi (c.d. AIFMD). Cito, in questo senso, sia le modifiche apportate al TUF dall'art. 32 del decreto-legge n. 78/2010 (laddove viene eliminato il potere della Banca d'Italia di disciplinare il contenuto minimo del regolamento dei fondi comuni di investimento destinati ad investitori qualificati e le procedure di fusione tra detti fondi nonché di approvare i singoli regolamenti dei suddetti fondi) sia le proposte di modifica dell'articolo 15 del D.M. n. 228/1999 in tema di fondi alternativi.

4.4 Le modifiche all'art. 32 del decreto-legge n. 78/2010: impatto sui fondi comuni di investimento immobiliari. Nella seduta del 5 maggio scorso il Consiglio dei ministri ha approvato un decreto-legge recante “Prime disposizioni urgenti per l'economia”, che contiene, tra l'altro, importanti modifiche all'articolo 32 del D.L. n. 78/2010 che vanno nella direzione auspicata dall'Associazione.

Assogestioni esprime il proprio vivo apprezzamento per la disposizione contenuta nell'art. 8, comma 11, che riconduce l'intera manovra sui fondi comuni prevista nel citato art. 32 a un intervento di natura prettamente fiscale, in linea con l'intento originario del legislatore, manifestato nella stessa rubrica del medesimo articolo, di riorganizzare unicamente la disciplina fiscale dei fondi immobiliari al fine di combattere fenomeni di elusione fiscale.

Il nuovo modello di tassazione, che prevede, ai fini delle imposte dirette, un'imposizione diversa in capo ai partecipanti ai fondi immobiliari in ragione della natura degli stessi e dell'entità della partecipazione da essi detenuta e l'utilizzo del criterio del cosiddetto *look-through* ai fini dell'individuazione dei beneficiari effettivi della partecipazione ai fondi, consentono, infatti, di arginare l'utilizzo dello strumento fondo immobiliare per finalità estranee alla gestione collettiva del risparmio al fine unico di godere di trattamenti fiscali di favore.

Ci auguriamo, altresì, che il decreto-legge da ultimo approvato venga presto convertito in legge.

4.5 Istituzione di società di investimento a capitale fisso. Sempre in tema fondi immobiliari e nell'ottica dello sviluppo di questo segmento del settore del risparmio gestito, riteniamo opportuno richiamare l'attenzione sulla circostanza che si colga l'occasione per introdurre, a livello di normativa primaria (TUF), anche per gli OICR di tipo chiuso, la forma societaria oltre a quella contrattuale. Uno strumento utilizzabile a questi

fini è senz'altro la SICAF (società di investimento a capitale fisso), già nota e in uso in altri sistemi giuridici. Non sussistono, infatti, ragioni inerenti la tutela del risparmio tali da precludere l'utilizzo, anche per questo tipo di prodotti, della forma societaria. Ciò anche in ragione del fatto che la forma societaria per gli OICR di tipo chiuso è quella preferita dalla maggior parte dei Paesi europei.

Tale esigenza, manifestatasi sin dalla riforma del 2001, si è resa ancor più evidente in occasione delle consultazioni avviate dalla Consob al fine di giungere alle necessarie modifiche da apportare al Regolamento Emittenti conseguenti all'entrata in vigore, il 1° luglio 2005, del Regolamento CE 809/2004 recante modalità di esecuzione della direttiva prospetto e, il 1° aprile 2006, di alcune disposizioni della direttiva 2003/6/CE e relativi provvedimenti comunitari di attuazione, relativi alla disciplina sugli abusi di mercato.

In quella sede, infatti, evidente è apparso il divario esistente fra gli schemi di prospetto per gli OICR chiusi previsti dal Regolamento Emittenti e lo schema di prospetto e di documento di registrazione previsti dalla direttiva e dal Regolamento comunitari.

La diversità riscontrata, che ha creato, fra l'altro, non pochi problemi di adattamento, è risultata dovuta alla circostanza che la struttura degli schemi di prospetto prescelta dai documenti comunitari privilegia la forma societaria dell'OICR, piuttosto che quella contrattuale di patrimonio autonomo e separato fatta propria dal legislatore nazionale.

Inoltre, non va sottaciuto il fatto che uno strumento di investimento, quale la SICAF, possa costituire anche un utile veicolo nel quale far confluire gli immobili dei fondi che nei prossimi anni giungeranno man mano nella fase di liquidazione.

5. Proposte in materia di *corporate governance* delle società quotate. L'importanza e la centralità della *corporate governance* trovano oggi valide conferme a diversi livelli. Proprio il mese scorso la Commissione europea ha pubblicato il tanto atteso Libro verde su "Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario", dall'incipit del quale emerge come "il governo societario e la responsabilità sociale delle imprese sono elementi chiave per stimolare la fiducia dei cittadini nei confronti del mercato unico, oltre a essere fattori che contribuiscono alla competitività delle imprese europee".

La riprova più significativa del fatto che la normativa italiana in questo settore è all'avanguardia e che gli azionisti hanno un atteggiamento già maturo è giunta lo scorso anno, nel mese di agosto, quando la *Securities and Exchange Commission* americana ha introdotto un meccanismo di voto di lista non dissimile da quello italiano, con il

riconoscimento agli azionisti di minoranza del diritto di presentare liste di propri candidati per eleggere sino al 25% del consiglio di amministrazione.

Già ancor prima dell'approvazione della c.d. legge sul risparmio, l'Italia risultava essere tra i primi stati al mondo a introdurre il voto di lista nelle società quotate. Ma è proprio con la legge sul risparmio, e quindi con la riserva di alcuni posti negli organi societari a rappresentanti degli azionisti di minoranza, e, da ultimo, nel corso dell'attuazione della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti che è andato definendosi un quadro normativo che possiamo definire molto avanzato, volto essenzialmente a favorire l'esercizio di alcuni importanti diritti degli *shareholders*.

In attuazione di quanto stabilito dalla legge sul risparmio, infatti, i soci di minoranza delle società quotate (che detengano una percentuale di azioni stabilita annualmente dalla Consob in funzione della capitalizzazione delle società) possono presentare liste per l'elezione delle cariche sociali delle società quotate e hanno diritto di eleggere almeno un componente del consiglio di amministrazione e il presidente del collegio sindacale.

Come è ormai noto, i fondi comuni di investimento sono i principali (praticamente i soli) investitori istituzionali in Italia e già da diversi anni svolgono un ruolo – cresciuto nel tempo – nell'ambito della *corporate governance* delle società quotate.

E' dal 1994 che si è avuto uno sviluppo maggiormente organizzato dell'attività; in quell'anno, infatti, è stato istituito il Comitato per la *corporate governance* della Assogestioni, composto da rappresentanti delle SGR associate, al fine di rendere più continuativo e assiduo l'impegno in questo campo. Sempre nello stesso anno è stata approvata la legge sulle privatizzazioni che ha consentito alle minoranze (quindi anche i gestori dei fondi comuni di investimento) la possibilità di formare liste di minoranza per la nomina di amministratori e sindaci in alcune delle principali società italiane; un'opportunità colta sin dall'inizio dalle SGR italiane.

Il Comitato, su incarico dei gestori, ha sviluppato e affinato negli anni procedure e regole definite sia per quanto riguarda l'ammissione al Comitato stesso, sia per ciò che concerne lo svolgimento dei lavori, specie con riferimento alle procedure per l'elezione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo delle società quotate nonché ai rapporti con gli eletti. Nel 2005 è stato rivisto il processo di selezione dei candidati, per identificare i requisiti professionali e il mix di esperienza necessari per comporre liste da sottoporre all'attenzione del mercato per incarichi di amministratore o sindaco di minoranza. Sono stati così fissati i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza dei candidati, nonché le condizioni di ineleggibilità e incompatibilità, con inclusione di

precisi vincoli alla successione. E' stato, inoltre, disciplinato il procedimento di selezione e di verifica periodica dei requisiti.

Per ciò che concerne i requisiti che i candidati devono possedere, il Comitato ne ha definiti alcuni specifici di indipendenza, ulteriori rispetto a quelli previsti dalla legge. I candidati al momento della nomina non devono intrattenere, neppure indirettamente, relazioni con la società o con soggetti legati alla società per la quale sono proposti, tali da condizionarne attualmente e prospetticamente l'autonomia di giudizio. Ai fini della valutazione della sussistenza di tale requisito di indipendenza, sono stati adottati i criteri contenuti nella più recente versione del Codice di autodisciplina di Borsa Italiana, con i quali si integra uno specifico elenco di incompatibilità.

La composizione delle liste viene effettuata secondo un criterio di diversificazione delle competenze, accogliendo personalità dotate di esperienza nelle discipline giuridiche, economiche, aziendali e tecniche. In quest'ultimo caso, la competenza dei candidati dovrà essere pertinente all'attività delle società per le quali sono proposti. Questo per garantire che gli amministratori e i sindaci eletti dalle SGR possano esercitare un controllo completo sull'attività della società e contribuire attivamente alle decisioni dell'organo amministrativo o di controllo.

La procedura prevede, inoltre, che i candidati alle cariche sociali siano inclusi nelle liste di minoranza con l'assistenza di una società di *executive search*, esterna e indipendente. Tale *advisor* ha il compito di selezionare in modo autonomo una rosa di candidati da sottoporre alla scelta finale del Comitato per la *corporate governance*, verificando inoltre il rispetto e la permanenza dei requisiti.

Con il supporto del Comitato, le SGR italiane hanno svolto un ruolo sempre più attivo nella presentazione di liste di candidati all'elezione negli organi di amministrazione e controllo delle società quotate, coinvolgendo anche investitori istituzionali esteri quali fondi comuni di investimento e fondi pensione.

La recente entrata in vigore delle disposizioni attuative della direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, ha senz'altro apportato alcune attese novità che hanno migliorato il sistema. Sono stati, infatti, eliminati molti ostacoli procedurali e tecnici per l'esercizio del diritto di voto in assemblea e per la presentazione delle liste di candidati per l'elezione delle cariche sociali (quale il blocco delle azioni) mentre le arcaiche certificazioni e le documentazioni cartacee attualmente necessarie andranno in pensione il prossimo luglio. Abbiamo accolto con particolare favore, tra le molte, le disposizioni relative al deposito delle liste, per cui è stabilito un meccanismo simile a una *record date* (con data non fissa ma mobile entro

una finestra predefinita), e all'intervento in assemblea, per cui si applica da quest'anno una vera e propria *record date* – fissata al settimo giorno di mercato aperto precedente la data dell'assemblea in prima convocazione – come avviene nella maggior parte degli altri paesi.

Assogestioni ha maturato la ferma convinzione che la tutela degli azionisti di minoranza sia un problema di equità e di efficienza del mercato. Questo perché una buona protezione dei piccoli azionisti da un lato tutela il risparmio delle famiglie italiane (in attuazione dell'art. 47 della Costituzione) e dall'altro permette di attivare un circuito virtuoso che facilita il finanziamento attraverso il capitale di rischio per le imprese, che altrimenti dovrebbero ricorrere esclusivamente al credito bancario. La tutela degli azionisti e dei loro risparmi, quindi, permette uno sviluppo armonico del mercato finanziario, fondamentale per la crescita dell'intero sistema economico.

Questa convinzione è ulteriormente rafforzata se si considera che, nell'assetto proprietario delle società quotate italiane, uno tra i maggiori pericoli per i risparmiatori e per la competitività del nostro sistema economico è l'appropriazione privata dei benefici del controllo da parte dei soci di maggioranza. Proprio al fine di combattere questa pratica, gli amministratori indipendenti e i sindaci eletti dagli investitori istituzionali attraverso procedure trasparenti e in assenza di conflitto di interessi possono essere uno strumento efficace. Sono loro che possono realmente svolgere un ruolo di controllo dall'interno della società, assicurando che le decisioni siano assunte, come dovrebbe sempre essere, nell'interesse della società tutta e non degli azionisti di maggioranza.

Con una tale convinzione e forti dell'esperienza di questi anni, riteniamo di sottoporre all'attenzione di questa Commissione alcune ulteriori proposte concrete per l'evoluzione reale del sistema normativo di riferimento.

In primo luogo, potrebbe essere ripensato il numero minimo di posti negli organi sociali riservato *ex lege* alle minoranze, individuando una proporzione tra questa riserva di posti e la capitalizzazione delle società quotate. A oggi il TUF dispone che almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione debba essere espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti. In modo autonomo, alcune delle società a maggior capitalizzazione hanno già esteso il numero dei componenti, definendo un numero maggiore di posti in relazione ai componenti complessivi del consiglio di amministrazione. Ugualmente, per il collegio sindacale il TUF richiede la presenza di un effettivo, che assume il ruolo di presidente, eletto dalle minoranze, ma alcune società con collegi sindacali composti da cinque sindaci (e non da tre sindaci) prevedono l'elezione di

due componenti in rappresentanza delle minoranze. La nostra proposta, per garantire maggiore rappresentatività alle minoranze, specie quelle istituzionali che spesso posseggono buona parte del capitale sociale delle quotate, riguarda sia l'organo amministrativo sia quello di controllo.

Per ciò che concerne l'organo amministrativo, sarebbe auspicabile che il TUF rimettesse alla Consob l'individuazione del numero degli amministratori riservati alle minoranze, in funzione della numerosità dell'organo amministrativo e della capitalizzazione della società (tra un minimo di un amministratore e un massimo di 1/4 dei componenti dell'organo). Similmente a quanto previsto dalla SEC, questo meccanismo garantirebbe una adeguata rappresentanza alle minoranze evitando che questa possa essere eccessiva per le piccole società ovvero per quelle dotate di organi particolarmente snelli.

Con riferimento all'organo di controllo, proponiamo che per le società a maggiore capitalizzazione sia inserito l'obbligo di avere almeno 5 componenti di cui due (comprensivi del presidente) eletti dalle minoranze. Questa modifica appare in linea con i sempre maggiori compiti che questo organo è chiamato a svolgere specie in società di grandi dimensioni spesso al comando di complessi gruppi internazionali.

Una ulteriore riflessione vorremmo proporla con riferimento al ruolo riconosciuto agli amministratori indipendenti nominati dalle minoranze. Come abbiamo già rilevato in più occasioni (da ultimo in risposta alla seconda consultazione Consob sulla bozza di regolamento sulle operazioni con parti correlate), non attribuire un ruolo determinante nel processo decisionale, per esempio, in materia di operazioni con parti correlate, anche rilevanti, per quegli amministratori indipendenti che abbiano altresì il requisito dell'essere stati eletti dagli azionisti di minoranza, non consente il raggiungimento di una completa tutela di tutti gli azionisti.

Infatti, le norme per la composizione dei comitati interni ai consigli di amministrazione (Principio 5.P.1 del Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana) attribuiscono allo stesso consiglio di amministrazione l'istituzione di detti comitati, mediante deliberazione nella quale sono contestualmente stabiliti i loro compiti. In assenza di norme specifiche, non si può escludere che possa verificarsi il caso che il consiglio di amministrazione individui i componenti del comitato per il controllo interno, in questo caso, tra gli amministratori non esecutivi, scegliendo la maggioranza dei quali indipendenti (Princ. 8.P.4 del Codice di Autodisciplina), ma non preveda la presenza di quegli amministratori indipendenti eletti dalle minoranze.

Ciò potrebbe comportare il paradosso, già richiamato, per cui pur in presenza di amministratori indipendenti eletti dalle minoranze, questi ultimi non siano coinvolti nelle operazioni con parti correlate. In tal caso, le figure più idonee a fornire adeguata garanzia, in quanto estranee ai conflitti di interesse potenzialmente presente nei soggetti che esercitano il controllo sulla società, non sarebbero in grado di esercitare tale funzione.

Sarebbe invece opportuno che, laddove presenti, gli amministratori indipendenti eletti dalle minoranze avessero un ruolo determinante all'interno dei comitati interni ai consigli di amministrazione.

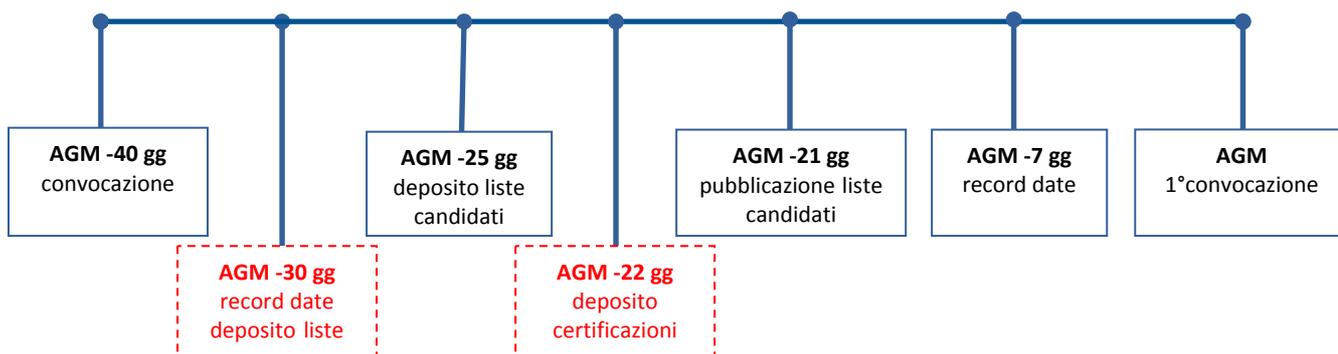
Per concludere, i dati confermano che, nella prassi, i soggetti eletti dai fondi di investimento negli organi di amministrazione e controllo delle principali società italiane stanno apportando un positivo contributo al governo delle imprese e allo sviluppo della *corporate governance*.

I *proxy advisor* internazionali attribuiscono valutazioni positive alle liste presentate dai fondi, manifestando nei loro giudizi apprezzamento per: (i) la trasparenza e qualità del procedimento di selezione e composizione delle liste; (ii) le caratteristiche di professionalità, onorabilità e indipendenza dei candidati selezionati; (iii) il *track record* degli amministratori e sindaci eletti sia in termini quantitativi di partecipazione alle riunioni sia in termini qualitativi di lavoro svolto.

Gli investitori istituzionali esteri, convinti dalla qualità e trasparenza del procedimento, sono sempre più presenti attivamente alla selezione dei candidati, alla presentazione delle liste e al voto delle stesse in assemblea. Nelle recenti assemblee svoltesi dopo l'introduzione della *record date*, il nuovo meccanismo ha attratto moltissimi investitori istituzionali che hanno votato quasi plebiscitariamente per le liste presentate dai fondi.

Società	% azioni deposito liste	% voti in Assemblea	% voti sul capitale sociale
Ansaldo	2,17%	25,%	16,9%
Telecom Italia	1%	39,5%	19,7%
Pirelli	2,%	15,6%	9,8%
Enel	0,9%	36,6%	18%
Eni	0,9%	36,3%	28%
Finmeccanica	1,%	38%	19%
Saipem	2,1%	36,3%	28%
Mediaset	1,3%	28,9%	16,4%
Ass. Generali	0,6%	35%	16,5%
Saipem	2%	36,3%	28%

In un'ottica di miglioramento continuo della rappresentanza e dell'esercizio dei diritti degli azionisti, proponiamo, infine, una modifica dell'attuale disciplina per il deposito delle liste al fine di semplificare gli adempimenti in capo sia ai presentatori sia alle società emittenti. Fermo restando l'avviso di convocazione pubblicato almeno 40 giorni prima dell'assemblea (in caso di rinnovo di cariche sociali), suggeriamo l'introduzione di una *record date* fissa per il deposito delle liste a 30 giorni prima dell'assemblea, con il mantenimento del deposito delle liste 25 giorni prima, la consegna delle certificazioni elettroniche che dimostrano la legittimazione a presentare entro 22 giorni prima dell'assemblea (e non 21 come oggi) e il mantenimento del termine per la pubblicazione delle liste ad almeno 21 giorni prima dell'adunanza. Questa modifica, che a parole può sembrare un complicato procedimento, garantirebbe maggiore snellezza e certezza circa i tempi di presentazione delle liste e, al contempo, permetterebbe alle società emittenti di disporre di una intera giornata (e non di poche ore come oggi) per effettuare tutti i controlli formali e sostanziali prima di procedere alla pubblicazione delle liste.



6. Sostegno alla previdenza complementare. Un equilibrato e concorrenziale sviluppo del mercato finanziario non può prescindere dalla presenza di un investitore di lungo periodo, che funga anche da stabilizzatore, rappresentato, per l'appunto, dai fondi pensione. Risulta quindi essenziale che il ruolo strategico per lo sviluppo del nostro mercato dei capitali giocato dai fondi pensione venga non solo definito, ma anche mantenuto, conservando e garantendo agli stessi la loro natura propria di gestori finanziari, così che la previdenza complementare sia preservata dal rischio di incanalarsi in un modello di gestione meramente garantista, che sottragga tali prodotti alla loro funzione di diretti protagonisti di una efficiente allocazione del risparmio previdenziale raccolto.

Soltanto attraverso l'affermazione dei fondi pensione quali reali, strutturati e autonomi investitori istituzionali si può sperare che il nostro sistema finanziario si apra a

una forma mercato dei capitali efficiente e concorrenziale e, quindi, effettivamente utile al sostegno dello sviluppo economico delle imprese italiane.

In Italia, tuttavia, a differenza di altri paesi europei e non, nei quali le coperture previdenziali e assistenziali di primo pilastro sono modeste, lo sviluppo della previdenza complementare mostra segnali piuttosto timidi e, comunque, al di sotto delle stime attese a seguito della riforma varata nel 2005.

Quattro sono, in particolare, i temi che consideriamo di fondamentale rilievo per favorire un adeguato sviluppo della previdenza complementare. Essi attengono a:

- i) il riconoscimento all'aderente del diritto alla piena portabilità del contributo datoriale, oltre che della propria posizione previdenziale maturata;
- ii) l'estensione della platea degli aderenti e l'ampliamento del novero degli strumenti utilizzabili per realizzare le adesioni collettive nelle piccole e medie imprese ove siano assenti le rappresentanze sindacali;
- iii) la revisione della disciplina dei limiti agli investimenti;
- iv) la riforma del regime fiscale.

Sotto il primo profilo, non si può fare a meno di rilevare come il perseguimento dell'obiettivo di creare un mercato efficiente, retto da regole quanto meno omogenee e idoneo a sviluppare virtuose dinamiche concorrenziali di libera circolazione degli aderenti, non può prescindere dalla portabilità del contributo datoriale in caso di trasferimento del lavoratore ad altra forma pensionistica complementare al di fuori dei fondi negoziali.

In caso di passaggio da una forma pensionistica complementare a un'altra, tuttavia, il d.lgs. n. 252/2005 subordina la possibilità di trasferire l'eventuale contributo a carico del datore di lavoro ai limiti e alle modalità stabilite da contratti o accordi collettivi, anche aziendali.

Tale circostanza, peraltro in contrasto con le disposizioni di cui alla legge n. 242/2004, limitativa della libertà di scelta dei lavoratori e sostanzialmente ostativa dell'esercizio del diritto di trasferimento, come disciplinato in via normativa prima e regolamentare poi, andrebbe attenuata facendo ricorso ad accordi che identifichino le condizioni alle quali subordinare la portabilità, al fine di favorire la diffusione della previdenza complementare, ampliando le scelte dei lavoratori e stimolando una concorrenza virtuosa tra i diversi fondi.

Nell'ottica di garantire ai lavoratori una sostanziale libertà di scelta, occorre, quindi, che le norme attualmente contenute nel d.lgs. n. 252/2005 che disciplinano la portabilità della contribuzione datoriale – restrittive e limitanti la libertà individuale – siano “mitigate” al fine di rendere effettivo e vantaggioso il diritto al trasferimento per i lavoratori e di riconoscere agli stessi una sostanziale libertà di scelta.

La garanzia del libero trasferimento della posizione individuale, infatti, non solo agevola la decisione dei lavoratori di aderire alla previdenza complementare, in quanto assicura la facoltà di modificare la scelta fatta là dove questi non siano soddisfatti dei risultati del fondo pensione prescelto dalla collettività di riferimento, ma contribuisce, nel contempo, allo sviluppo di un mercato competitivo.

Per ciò che concerne il secondo aspetto – incremento delle adesioni alla previdenza complementare – non possiamo non richiamare l'attenzione sulla circostanza che attribuire al regolamento aziendale un ruolo meramente residuale per le sole aziende “i cui rapporti di lavoro non siano disciplinati da contratti o accordi collettivi, anche aziendali”, significa, di fatto, non attuare quei principi fondamentali della riforma che prevedono sia la rimozione dei vincoli alla realizzazione delle adesioni collettive ai fondi aperti sia l'attuazione di quanto necessario per favorire tale forma di adesione. Ciò anche al fine di realizzare la parità competitiva fra le diverse forme pensionistiche. Inoltre, negare al regolamento aziendale il ruolo di fonte istitutiva per le adesioni collettive ai fondi aperti significa, di fatto, privare più di 4 milioni di lavoratori della possibilità di accesso alla previdenza complementare che soltanto i fondi pensione aperti sono in grado di assicurare a fronte dell'oggettiva impossibilità dei fondi pensione negoziali di raggiungere le aziende medio-piccole non aderenti alle associazioni datoriali stipulanti i contratti collettivi di lavoro e, peraltro, prive di rappresentanze sindacali.

In proposito, appare opportuno ricordare come i tassi di adesione ai fondi contrattuali nei settori industriali con buona presenza di imprese medie e grandi non sono stati, parallelamente, raggiunti nelle imprese di piccole e piccolissime dimensioni che rappresentano la maggioranza delle aziende operanti in Italia. Ne deriva che un'ampia categoria di lavoratori dipendenti e precari resta insufficientemente coperta dal solo pilastro pubblico a ripartizione.

A tale scopo, i possibili interventi sono riconducibili all'adozione di strumenti per l'adesione maggiormente flessibili rispetto a quelli per le adesioni collettive ai fondi di categoria, nonché al riconoscimento del regolamento aziendale quale fonte istitutiva delle adesioni collettive ai fondi pensione aperti al pari degli accordi e contratti collettivi, anche aziendali, e dei cosiddetti accordi plurisoggettivi.

Riteniamo, tuttavia, che, nelle more di un intervento normativo di modifica, sarebbe sufficiente, da parte dell'autorità di vigilanza o dell'amministrazione, un'interpretazione della norma in forza della quale l'utilizzo del regolamento aziendale rimarrebbe precluso solo in quelle aziende nelle quali i contratti collettivi esplicano un'efficacia di tipo soggettivo, poiché i datori di lavoro risultano iscritti a una delle associazioni sindacali stipulanti, a meno che lo stesso non sia migliorativo delle condizioni contrattuali. I fondi pensione aperti rappresentano, infatti, uno strumento flessibile e trasversale, idoneo a raccogliere adesioni nelle aziende di piccole e medie dimensioni, al fine di assicurare a un ampio bacino di lavoratori la necessaria copertura previdenziale di secondo pilastro altrimenti assente.

Un ulteriore elemento idoneo a incentivare le adesioni alla previdenza complementare è rappresentato, poi, dalla possibilità riconosciuta all'aderente di "rettificare" la propria scelta di ingresso nella previdenza complementare. Non si vuole con ciò introdurre un elemento di uscita discrezionale – che nell'attuale sistema configurerebbe un'ipotesi di riscatto integrale volontario – bensì un fattore di flessibilità che consenta all'aderente di "ripensare" alla scelta originariamente effettuata relativamente alla sola destinazione dei flussi futuri di TFR. Si tratterebbe, in buona sostanza, di una sorta di sospensione della contribuzione relativa al TFR destinato alla previdenza complementare che, in attesa di una nuova decisione da parte del lavoratore aderente, tornerebbe in azienda.

Sotto il profilo della revisione della disciplina dei limiti agli investimenti, la constatazione che l'impianto regolamentare, così come definito dal decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 21 novembre 1996, n. 703, risulti di fatto obsoleto, sia dal punto di vista terminologico sia, e soprattutto, dal punto di vista sostanziale, questa Associazione ritiene necessari taluni interventi volti a meglio definire la portata delle disposizioni attualmente vigenti.

Da un punto di vista sostanziale, infatti, il predetto decreto, che peraltro non risulta adeguato ai principi contenuti nella direttiva 2003/41/CE, ha manifestato, alla luce della decennale esperienza nell'applicazione dei limiti ivi contenuti, gli aspetti che potrebbero essere migliorati nell'ottica di rendere maggiormente efficiente la gestione dei fondi pensione sotto il profilo della redditività e della diversificazione.

Inoltre, ciò che allo stato maggiormente penalizza il perseguimento di una gestione efficiente, è la circostanza che, dato il disallineamento rispetto all'evoluzione dei mercati, i limiti attualmente in vigore impediscono l'investimento in talune tipologie di strumenti finanziari codificate, ovvero testate nel nostro ordinamento solo in un momento successivo all'emanazione del decreto medesimo.

A tale riguardo, nelle more di una completa revisione del predetto decreto, la finalità che si intende perseguire è quella di favorire, secondo modalità condivise dai *regulator* e attraverso il ricorso a strutture e figure professionali adeguate, l'investimento in categorie di strumenti finanziari presenti in misura limitata, o per lo più nulla, nei portafogli dei fondi e, in particolare, in fondi comuni di investimento immobiliare e fondi di *private equity*, senza peraltro ricorrere alla modifica del quadro normativo regolamentare ma cogliendo le opportunità offerte dalla disciplina in essere.

Questa Associazione, infatti, individua, quale fattore di impulso, la promozione di un quadro regolamentare che consenta all'aderente di optare per le forme pensionistiche effettivamente in grado di garantire una gestione efficace del portafoglio.

Per quanto attiene, infine, alle questioni di carattere fiscale, l'attuale disciplina, come noto, prevede l'esenzione entro un importo determinato dei contributi versati, la tassazione quasi piena dei rendimenti maturati nella fase di accumulazione e la tassazione ridotta delle prestazioni finali erogate (c.d. modello eTt).

Pur esprimendo un generale apprezzamento per la scelta del legislatore nazionale di agevolare la fase finale di erogazione delle prestazioni, non possiamo, tuttavia, non segnalare due profili di criticità.

Il primo riguarda la tassazione dei rendimenti maturati in capo al fondo pensione nella fase di accumulo. Tale sistema di tassazione, che non trova utilizzo in altri Paesi europei, può essere fortemente distorsivo in periodi di andamento negativo dei mercati finanziari. Infatti, la possibilità di utilizzare i risultati negativi in compensazione dei risultati positivi di gestione ha imposto la loro valorizzazione nell'attivo del rendiconto dei fondi pensione attraverso l'iscrizione di una posta illiquida (c.d. risparmio d'imposta) a essi corrispondente, con evidenti riflessi negativi in termini di possibilità di investimento dell'attivo del fondo e, conseguentemente, di performance.

Il secondo profilo attiene all'attuale limite di deducibilità dei contributi destinati a forme di previdenza complementare, che risulta insufficiente a garantire agli aderenti un adeguato livello delle prestazioni. Si pensi al riguardo alla situazione dei lavoratori autonomi e degli imprenditori, privi di TFR, i quali possono godere del regime di esenzione per le somme versate a forme di previdenza complementare nel solo limite annuale di 5.000 euro circa. Tali soggetti risultano attualmente penalizzati rispetto ai lavoratori dipendenti, i quali possono destinare in neutralità di imposta le quote di accantonamento del TFR.

Allo scopo di eliminare la distorsione sopra evidenziata e incentivare maggiori flussi contributivi, sarebbe auspicabile da un lato modificare il regime di tassazione per maturazione dei rendimenti finanziari nella fase di accumulazione prevedendone la tassazione al momento di erogazione della prestazione e, dall'altro, innalzare l'attuale limite di deducibilità in cifra assoluta, prevedendo, al contempo, un limite in valore percentuale con applicazione della soglia più favorevole all'aderente.

7. Conclusioni. Tutte le proposte che Assogestioni sottopone oggi all'attenzione di questa Commissione fanno parte di un progetto per il futuro dell'industria del risparmio che nella riforma della tassazione trova il suo punto di partenza. Si tratta di un progetto complessivo di riforma del settore che mira a modificare il modo di intendere i fondi di investimento affinché siano sempre più utilizzati quali strumenti finanziari idonei a investimenti di lunga durata sia per le aziende sia per i privati.

In conclusione, nel ringraziare per l'attenzione, desidero sottolineare ancora una volta l'importanza di dare nuovo slancio al risparmio gestito proprio al fine di valorizzare il risparmio nazionale, contribuire al rilancio della crescita economica complessiva e di rispondere alle esigenze di famiglie e imprese.