



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

RELAZIONE DEL PRESIDENTE

Assemblea del 17 marzo 2008

Gentili Associate e Associati,

è il primo anno che ho l'onore di aprire i lavori dell'Assemblea di Assogestioni come presidente in carica. Per il settore del risparmio gestito il 2007 è stato un anno molto difficile; e, almeno a giudicare dai dati dei primi due mesi, l'anno in corso non sembra destinato a portare migliori frutti. Le difficoltà strutturali, che hanno pesato sugli andamenti dell'intero 2007, appaiono anzi progressivamente aggravate negli ultimi otto mesi a causa del ciclo congiunturale negativo indotto dalla crisi finanziaria innescatasi la scorsa estate negli Stati Uniti.

1. I fondi di investimento in Italia: un quadro problematico

L'anno 2007 si è chiuso con un deflusso complessivo del sistema dei fondi aperti di investimento, operanti in Italia, pari a più di 52 miliardi di euro; e, nei soli primi due mesi del 2008, si sono già registrati analoghi deflussi per un importo pari a circa la metà dell'intero 2007. Tali deflussi sono stati il risultato di una raccolta netta costantemente negativa negli ultimi diciotto mesi, che ha continuato un *trend* iniziato fin da aprile 2006 (con l'unica eccezione del mese di agosto 2006). Un andamento del genere risulta ancora più significativo se si osserva che la perdita riguarda tutte e tre le categorie tradizionali dei prodotti del risparmio gestito: i fondi azionari, quelli obbligazionari e i bilanciati. Un po' paradossalmente, tra i prodotti tradizionali appaiono in controtendenza i soli fondi di liquidità che dovrebbero - grosso modo - fungere da "area di parcheggio" o da strumento temporaneo di passaggio per patrimoni in cerca degli investimenti finanziari più appropriati allo specifico profilo di rischio dell'investitore.

A differenza degli anni passati, i deflussi dai fondi di investimento domiciliati in Italia non sono stati compensati dagli afflussi verso i fondi di diritto estero. Soprattutto nella seconda metà del 2007, i prodotti *round-trip* e quelli esteri in senso proprio (d'ora in poi, "esteri") hanno realizzato saldi negativi. Più nel dettaglio. L'anno scorso si è registrata un'uscita netta dai fondi *round-trip* di portata non trascurabile; basti considerare che a tali fondi va imputato circa un quarto del deflusso totale nella categoria degli azionari. Inoltre, pur mostrando una raccolta netta complessivamente positiva (3,6 miliardi di



euro), nel 2007 i fondi “esteri” hanno realizzato un risultato deludente rispetto ai successi degli anni precedenti (40 miliardi di euro di afflussi netti nel triennio 2004-‘06). Per di più, sempre nel 2007, i prodotti “esteri” hanno accusato una fuga dai portafogli obbligazionari (- 4,5 miliardi di euro) che non è stata compensata dalla riallocazione in portafogli più efficienti nel perimetro del risparmio gestito.

I pochi dati riportati confermano che non si è solo di fronte a uno spostamento del patrimonio finanziario da una tipologia di fondi di investimento a un'altra, indotta da asimmetrie di tipo fiscale o regolamentare. Si tratta anche, e soprattutto, di una crisi strutturale che non è tanto o soltanto dei “gestori” italiani quanto del “prodotto fondi di investimento” nel mercato finanziario italiano.

Quest'ultima considerazione è rafforzata da uno sguardo all'Europa. La crisi strutturale italiana si inserisce in un contesto europeo che, almeno fino alla crisi finanziaria dell'estate 2007, è stato caratterizzato da una buona crescita del settore del risparmio gestito. Basti notare che, nonostante i deflussi degli ultimi mesi, in Europa il 2007 ha fatto registrare flussi netti annuali positivi per i fondi di investimento. Vero è che, l'anno scorso, la raccolta netta europea si è attestata sui 170 miliardi di euro, ossia su un valore pari a circa un terzo di quella dell'anno precedente e pari alla metà della raccolta netta media degli ultimi cinque anni. Va però notato che il risultato del 2007 è stato raggiunto nonostante gli andamenti di mercato degli ultimi sei mesi. Infatti, per la prima volta dal 2002 - ossia dallo scoppio della bolla speculativa della cosiddetta *new economy*, gli ultimi due trimestri del 2007 hanno fatto registrare un raccolta netta negativa a livello europeo. Tale andamento negativo è stato soprattutto dovuto ai forti deflussi dai fondi obbligazionari e azionari a fronte di una complessiva tenuta dei fondi di liquidità e di una buona raccolta netta dei fondi bilanciati. In ogni caso, anche nelle fasi congiunturali sfavorevoli, i due paesi europei con la quota largamente maggioritaria della raccolta europea dei fondi di investimento - ossia Lussemburgo e Irlanda - hanno fatto registrare risultati positivi.

Questo rapido confronto internazionale, che richiederà ulteriori approfondimenti, sembra indicare che la situazione italiana non ha anticipato un *trend* negativo a livello europeo per il settore del risparmio gestito. In Europa infatti, si è di fronte a una crisi congiunturale che appare fisiologica; in Italia, si è di fronte a una crisi strutturale che richiede urgenti interventi di *policy*.



La conclusione raggiunta non cancella il fatto che, anche per i fondi italiani di investimento, il 2007 ha fatto emergere importanti segnali positivi in comparti più innovativi: i cosiddetti fondi flessibili e i fondi *hedge*. I primi hanno avuto un andamento non lineare ma hanno comunque realizzato una raccolta netta con saldo annuale ampiamente positivo (12,6 miliardi di euro); i fondi *hedge* hanno ottenuto una raccolta netta positiva in pressoché tutti i mesi dell'anno e hanno registrato un saldo finale positivo (6 miliardi di euro) pari al 16,4% del patrimonio totale investito in fondi alternativi. Sarà rilevante verificare se, nel corso del 2008, in Italia i fondi flessibili e i fondi *hedge* potranno confermare tali risultati positivi nonostante la permanenza di una grave crisi di liquidità.

2. L'andamento del settore italiano del risparmio gestito

Il quadro preoccupante, appena descritto riguardo ai fondi di investimento, non migliora se riferito al più ampio settore del risparmio gestito in Italia. Nel 2007 i flussi netti di raccolta dell'intero settore sono stati negativi per circa 86 miliardi di euro. La positiva crescita dei fondi immobiliari, che l'anno passato hanno messo a segno una raccolta netta positiva per circa 2,2 miliardi di euro, e il buon andamento dei prodotti previdenziali, che nello stesso periodo temporale hanno registrato una raccolta netta positiva pari a circa 1,6 miliardi di euro (di cui la metà da imputarsi ai fondi pensione aperti), non sono stati infatti in grado di compensare i corrispondenti andamenti negativi delle gestioni individuali per i clienti *retail* (- 28,2 miliardi di euro di raccolta netta), dei prodotti di natura assicurativa (- 8,4 miliardi di euro) e dei prodotti non previdenziali per i clienti istituzionali (- 1,1 miliardi di euro). Tali andamenti hanno inciso negativamente pure sull'ammontare patrimoniale del settore italiano del risparmio gestito. A fine 2007, nonostante il rilevante incremento nelle attività dei fondi immobiliari (passate dai 25,3 miliardi di fine 2006 ai circa 30 miliardi di fine 2007) dovuto anche all'effetto leva, il patrimonio complessivo del settore italiano del risparmio gestito è diminuito di circa 55 miliardi di euro (- 5%) attestandosi a poco più di 1.051 miliardi di euro (a fronte dei circa 1.106 miliardi di euro di fine 2006).

I dati disponibili, relativi ai primi mesi del 2008, non indicano alcuna inversione di tendenza. Basti ricordare al riguardo che, nel gennaio 2008, le gestioni individuali per i clienti *retail* e istituzionali hanno fatto registrare una raccolta netta negativa pari a circa 7,6 miliardi di euro e, più in particolare, le GPF e le GPM hanno accusato deflussi netti



pari a 5,6 miliardi di euro (contro una media mensile pari a 2,4 miliardi di euro nel 2007). Scomponendo più analiticamente i deflussi delle GPF e delle GPM in due sottoperiodi (gennaio 2007-ottobre 2007; novembre 2007-gennaio 2008), è immediato verificare che il ritmo dei riscatti netti si è fortemente accelerato, passando da un tasso di decremento medio mensile pari allo 1,1% nel primo sottoperiodo a un corrispondente tasso di decremento pari a 2,3% (ossia quasi il doppio) nel secondo sottoperiodo e addirittura del 3,4% nel solo mese di gennaio 2008. Come si avrà modo di sottolineare fra breve (cfr. par. 5), è presumibile che una simile accelerazione sia stata indotta dallo specifico intervento di regolamentazione rispetto alle GPF attuato dalla Consob il 30 ottobre 2007 all'atto del recepimento nazionale della direttiva MiFID.

Questa crisi strutturale del settore del risparmio gestito minaccia di avere un forte impatto negativo per il mercato finanziario italiano. Insieme alla tradizionale attività di finanziamento bancario alle imprese, nel passato l'*asset management* è stato il solo settore del nostro mercato finanziario che non fosse sottodimensionato a livello europeo se rapportato al peso del Pil italiano su quello totale della vecchia Europa. Al riguardo si ricordi che, nonostante la cronica assenza di investitori istituzionali forti - quali i fondi pensione - alla fine degli anni Novanta il settore italiano del risparmio gestito si collocava al secondo posto in Europa e, nei primi anni Duemila, al quarto posto. Si noti inoltre che, data la storica debolezza delle attività di *investment banking* e dell'offerta di molti altri servizi per l'impresa da parte dei nostri gruppi bancari, i recuperi di profittabilità bancaria fra la fine degli anni Novanta e l'inizio degli anni Duemila sono stati ampiamente dovuti ai ricavi del risparmio gestito.

Oggi, il nostro settore del risparmio gestito si attesta intorno alla sesta posizione e pesa, in Europa, per meno della metà del corrispondente peso del Pil italiano. Eppure, il suo ruolo resta cruciale nel mercato finanziario del nostro paese. Il settore italiano dell'*asset management* può contare su almeno tre società ai vertici continentali per masse gestite di fondi, impiega direttamente più di diecimila addetti concentrati a Milano, Roma e Torino, origina circa il 35% dei ricavi lordi dell'intero sistema bancario nazionale. Pur se difficilmente misurabile, il suo maggior contributo allo sviluppo e al Pil nazionale appare però quello indiretto. Il settore del risparmio gestito non inquina, impiega risorse umane a elevata qualificazione, presenta un grado pressoché nullo di elusione fiscale e contributiva. Non a caso tutti i paesi europei, con l'eccezione dell'Italia, disegnano e



realizzano politiche di incentivo riguardo al mantenimento e alla crescita di una piazza finanziaria nazionale, dove l'*asset management* ha un ruolo preminente.

Sebbene i numeri non condannino ancora il settore italiano del risparmio gestito alla serie B europea, le precedenti considerazioni sottolineano che vi è un evidente rischio di declino. Tale rischio può essere ricondotto a varie cause. Le principali sono però tre: (1) una fiscalità penalizzante in termini comparativi, riguardo sia allo strumento di investimento che alle società di gestione e alle risorse umane che vengono impiegate; (2) una regolamentazione che è appesantita dalla frammentazione delle autorità indipendenti operanti nel mercato finanziario e - specie in tema di trasparenza - da una scarsa cultura della consultazione, dalla sporadicità delle valutazioni di efficienza di vari interventi e dal sistematico ritardo nel recepimento delle innovazioni normative europee; (3) una forte compressione dei margini di profitto delle società di gestione del risparmio (Sgr) da parte dei gruppi bancari proprietari, da imputarsi alla sovraremunerazione delle reti distributive che vincola gli spazi di investimento di queste società e determina una scarsa innovazione di prodotto e di organizzazione.

L'ultimo punto riguarda l'organizzazione del settore del risparmio gestito, le strategie dei gruppi bancari nell'offerta *retail* di servizi non tradizionali e la struttura dei canali distributivi delle attività finanziarie; pertanto, esso merita una trattazione *ad hoc* che toccherà anche aspetti di regolamentazione (cfr. par. 3 e 4). I primi due punti riguardano, invece, scelte politico-istituzionali; dopo essere state per lungo tempo disattente al ruolo trainante del risparmio gestito per il mercato finanziario nazionale e - dunque - per lo sviluppo economico, negli ultimi anni le iniziative di *policy* - in particolare in tema fiscale e, in diversi casi, di regolamentazione - sembrano essere improntate a una logica punitiva.

3. Problemi del risparmio gestito e il ruolo dell'Associazione

Per esaminare in modo approfondito i principali problemi che incidono sul settore italiano del risparmio gestito così da pervenire alla formulazione di possibili soluzioni, la Assogestioni ha assunto molte iniziative con gli associati e con esperti accademici e istituzionali e ha preso parte attiva a vari tavoli istituiti dal governo e dai regolatori. Sotto tale profilo le due attività più rilevanti, realizzatesi nel corso del 2007, sono state: (1) il Comitato per la Piazza Finanziaria, promosso dal Ministero dell'Economia e coordinato dal vice-ministro Roberto Pinza; (2) l'organizzazione del cosiddetto *Off-site* da parte di



Assogestioni. All'inizio del 2008 si è poi avviato il Tavolo sul risparmio gestito, annunciato dal governatore Mario Draghi alla riunione annuale del Forex a Bari e coordinato dal vice-direttore generale della Banca d'Italia Giovanni Carosio.

I lavori del Comitato per la Piazza Finanziaria hanno dedicato molta attenzione al settore italiano del risparmio gestito. Il tema è stato, infatti, posto al centro di ognuna delle tre riunioni effettuate nel corso del 2007. Nella riunione di apertura esso è stato l'oggetto di una delle quattro relazioni destinate a individuare i problemi prioritari da affrontare nei lavori del Comitato. Insieme al tema della *corporate governance*, esso è stato poi uno dei due argomenti approfonditi nel corso della seconda riunione a cura del Comitato tecnico. Infine, dal momento che le analisi condotte durante le prime due riunioni avevano - fra le altre cose - sottolineato l'incongruenza di un regime fiscale penalizzante nei confronti dei fondi di investimento di diritto italiano, nella terza e ultima riunione del 2007 il Comitato per la Piazza finanziaria ha avanzato un'esplicita richiesta perché anche nel caso di tali fondi la tassazione fosse effettuata in capo all'investitore e applicata sul realizzato. Questa raccomandazione, rivolta al potere legislativo e implicitamente allo stesso governo, è stata la sola presa di posizione scritta assunta dal Comitato. Nonostante ciò, nella legislatura ormai al termine, il Parlamento ha deciso di non dar seguito al disegno di legge delega, comprendente la riforma della fiscalità dei fondi di investimento e di altre attività finanziarie, e il governo di non inserire nella Legge finanziaria per il 2008 un'analoga norma relativa alla fiscalità dei fondi. In tal modo Parlamento e governo hanno perpetuato l'asimmetria fiscale a danno dei fondi italiani di investimento.

L'*Off-site* di Assogestioni ha invece posto al centro dell'attenzione alcuni dei problemi derivanti dall'organizzazione del settore in Italia. Nelle tre relazioni redatte - rispettivamente - da Luigi Spaventa, Andrea Beltratti ed Emilio Barucci si sono affrontati i seguenti temi: gli effetti di sostituzione fra i prodotti del risparmio gestito e altre attività finanziarie (in particolare, obbligazioni strutturate e prodotti assicurativi con contenuto finanziario), le possibili cause di tale sostituzione e l'impatto in termini di rischio-rendimento del crescente peso delle obbligazioni strutturate nei portafogli degli investitori; gli effetti del maggior grado di integrazione fra produzione e distribuzione anche rispetto a realtà diverse dalla nostra (quale quella statunitense), la conseguente qualità dei servizi offerti ai risparmiatori con piattaforme 'chiuse' e 'aperte', i possibili legami fra le forme distributive e la struttura proprietaria delle Sgr; la non indipendenza



fra domanda e offerta in mercati (quali quelli delle attività finanziarie) caratterizzati dalla complessità dei prodotti scambiati; la *performance* netta di gran parte dei prodotti dei fondi di investimento rispetto al loro *benchmark* o ad attività finanziarie di analoga rischiosità; la crescente avversione al rischio dei risparmiatori italiani.

Queste analisi sono state discusse da alcuni fra i principali attori italiani del mondo bancario e del settore del risparmio gestito. Pur esprimendo un ricco e variegato spettro di posizioni, la discussione ha permesso di fissare alcuni punti fermi. In particolare, la sostituzione dei prodotti del risparmio gestito con attività finanziarie più opache e complesse è stata ricondotta a sei cause essenziali: (i) le asimmetrie di tipo fiscale e regolamentare che favoriscono i più stretti sostituti dei prodotti del risparmio gestito e, almeno nel breve termine, ne accrescono la convenienza per gli offerenti; (ii) una distorsione della concorrenza che, a causa di tali asimmetrie e di piattaforme distributive troppo ‘chiuse’, non agevola la selezione dei prodotti preferiti dall’acquirente ma tende a imporre la cosiddetta “legge di Gresham” (secondo la quale “la moneta cattiva scaccia la buona”); (iii) la trasformazione della maggiore trasparenza dei prodotti del risparmio gestito, basati su valori *mark-to-market*, in un aggravio dei costi di distribuzione di breve termine a causa della più impegnativa e più continua consulenza post-vendita; (iv) una distorta preferenza dei risparmiatori italiani, stretti fra l’insoddisfazione per i servizi offerti dal risparmio gestito e l’inefficienza delle scelte “fai da te”, verso attività finanziarie presentate (dai distributori) o percepite come meno rischiose; e ancora (v) le *performance* nette insoddisfacenti (mediamente inferiori ai *benchmark*), conseguite da molti dei fondi di investimento distribuiti in Italia; (vi) l’elevato livello delle commissioni, imposte sui prodotti del risparmio gestito, e la loro eccessiva rigidità rispetto alla variabilità delle loro *performance* e dei volumi di vendita.

Ciò ha comportato, dal lato della domanda, una disaffezione generalizzata dei risparmiatori verso quegli investimenti che non appaiono *risk-free* a una data futura certa, a prescindere dal loro grado di opacità e di illiquidità nel *durante*. La trasparenza dei costi e la valutazione a prezzi di mercato, che sono condizioni necessarie per l’efficienza dei mercati e che caratterizzano i prodotti del risparmio gestito, si sono così ribaltati agli occhi degli investitori *retail* in fattori negativi. Dal lato dell’offerta, vi è stata poi una migrazione delle Sgr italiane verso gli “*hub*” *off-shore*, in particolare il Lussemburgo e l’Irlanda, alla ricerca di vantaggi fiscali e regolamentari o, in taluni casi, di risorse umane ad alta qualificazione per le funzioni gestionali e amministrative. Per il



mercato finanziario e l'economia nazionali, ne è derivato l'indebolimento non solo delle attività di risparmio gestito in senso stretto ma anche dell'infrastruttura di servizio a esse direttamente collegata e di altri servizi terziari ad alto valore aggiunto a esse più indirettamente connessi (per esempio: attività di ICT, consulenza strategica, comunicazione).

4. Proposte di *policy*

L'*Off-site* non si poneva l'obiettivo di pervenire a un ordinamento univoco di tali cause quale necessaria premessa per raccomandare specifici interventi di *policy* o modifiche regolamentari. Combinandosi con il continuo dialogo con gli associati, esso ha tuttavia permesso alla Assogestioni di affinare alcune ipotesi di lavoro e un insieme di proposte operative.

Innanzitutto, si è considerato cruciale il punto (i), ossia l'impatto delle asimmetrie regolamentari e fiscali, anche a causa del quasi monopolio dei canali distributivi bancari, che caratterizza il mercato finanziario italiano, e della connessa forte dipendenza della domanda dall'offerta; il che ha fatto emergere, come priorità di *policy*, la necessità di costruire un terreno regolamentare e fiscale uniforme fra i prodotti del risparmio gestito e le attività finanziarie sostitutive, distribuite sugli stessi canali e largamente offerte (a differenza di quanto avviene in altri paesi europei) allo stesso insieme di risparmiatori *retail*. Si è poi ritenuto che, nel caso delle Sgr di proprietà di specifici gruppi bancari, l'integrazione fra produzione e distribuzione rafforzasse le distorsioni indotte dalle asimmetrie regolamentari e fiscali e non ponesse un argine adeguato alle preferenze dei distributori "di casa" verso prodotti più opachi e poco liquidi e, come tali, con minori esigenze di assistenza post-vendita (cfr. punti ii e iii del par. 3). D'altro canto, come mostra anche qualche esperienza internazionale, una troppo repentina separazione fra produzione e distribuzione (in termini di assetti proprietari e di apertura delle piattaforme) rischierebbe di rafforzare gli "effetti di sostituzione" a danno dei prodotti del risparmio gestito e di accentuare così l'allontanamento dei risparmiatori *retail* meno sofisticati e a reddito meno elevato da un prodotto trasparente quali sono i fondi di investimento. Ciò ha suggerito, sul terreno della *policy*, l'opportunità di una transizione verso una maggiore varietà di forme proprietarie delle Sgr e di una maggiore apertura delle piattaforme distributive; ma ha anche sottolineato che la transizione va affidata



all'evoluzione del mercato e all'autoregolamentazione del settore, guidate e accelerate mediante efficienti disegni di incentivo e mediante regole il meno distorsive possibili.

Assogestioni ritiene che questo quadro, già complesso, sia reso ancora più problematico dal fatto che il quasi monopolio dei canali distributivi bancari e la distorta concorrenza degli altri prodotti finanziari contribuiscono ampiamente a spiegare i precedenti punti (v) e (vi), ossia l'elevato livello e la rigidità delle commissioni e l'insoddisfacente livello delle *performance* nette dei prodotti del risparmio gestito. Infatti, dovendo competere con attività finanziarie che sono opache e poco liquide (per i risparmiatori) ma semplici da vendere e - nel breve termine - ad alto rendimento (per i distributori), le Sgr italiane hanno una forte spinta a retrocedere alla distribuzione una quota ingente delle commissioni percepite dagli investitori così da arginare gli "effetti di sostituzione". Tale tentativo di rispondere agli elevati ricavi *up front*, percepiti dai gruppi bancari sulle obbligazioni strutturate e - in larga parte - sui prodotti assicurativi a contenuto finanziario, trova evidenza empirica: nel mercato finanziario italiano, si ha un'incidenza delle retrocessioni ai distributori, rispetto alle commissioni percepite dalle Sgr, che è assai più elevata rispetto alla media europea.

Questa rincorsa tende a innescare un ulteriore circolo vizioso. Anche se nel quinquennio 2002-'06 una quota consistente (circa la metà) dei fondi di investimento operanti in Italia ha offerto agli investitori rendimenti al lordo dei costi di distribuzione che non sono stati battuti da quelli del relativo *benchmark*, la stragrande maggioranza degli stessi fondi ha offerto agli investitori rendimenti al netto dei costi di distribuzione inferiori a quelli del relativo *benchmark*. Ciò ha causato due risultati negativi, che si sono reciprocamente rafforzati: ha deluso le aspettative degli investitori, ovviamente interessati ai soli rendimenti netti, sollecitando così aspettative di miglioramento nella qualità dei prodotti del risparmio gestito e di innovazioni nell'organizzazione e nella gestione; non ha evitato una forte compressione dei margini di profitto delle Sgr, determinando così vincoli stringenti a quegli investimenti in risorse umane e in tecnologia che sono condizione necessaria per qualsiasi innovazione o incremento di qualità. Non sorprende che in un simile contesto, aggravato dall'eccessivo peso dei portafogli obbligazionari e monetari dei fondi di investimento in Italia e dalle pessime scelte temporali di sottoscrizione e rimborso (*market timing*) da parte dei risparmiatori, le *performance* dei prodotti di risparmio gestito siano state considerate deludenti.



Nel mercato finanziario italiano non vi sono facili ricette per superare le distorsioni nel rapporto fra produzione e distribuzione e per rompere i connessi circoli viziosi del risparmio gestito. Oltre alle proposte di *policy* già formulate, sembra necessario operare perché i più semplici e trasparenti prodotti del risparmio gestito si trasformino in un'opzione di *default* per gli investimenti finanziari di medio-lungo termine realizzati dalla maggioranza dei risparmiatori italiani. Ciò richiede fra l'altro: il disegno di appropriati incentivi fiscali per piani di accumulo che gettino un ponte fra investimenti finanziari e investimenti previdenziali di terzo pilastro; la definizione di un insieme di requisiti di qualità per prodotti finanziari semplici in grado di offrire ai risparmiatori una credibile "garanzia" probabilistica, di minimizzare i costi di *compliance* e di fungere da ossatura per i piani di accumulo; il consolidamento delle Sgr che andrebbe stimolato e accompagnato grazie ad appropriati meccanismi di incentivo, anche fiscale.

Il Tavolo sul risparmio gestito, promosso dalla Banca d'Italia e varato poche settimane fa, rappresenta un'occasione irripetibile e preziosa per portare avanti sia questa che le altre proposte di *policy*. Insieme agli associati presenti al Tavolo e ai regolatori, la Assogestioni intende quindi lavorare in questa direzione. Le decisioni di *policy*, che emergeranno dal lavoro con Banca d'Italia, saranno decisive per superare l'attuale crisi strutturale e per definire l'evoluzione del settore del risparmio gestito in Italia.

5. L'attività di servizio dell'Associazione

Grazie all'ottimo impegno di una struttura competente, giovane e motivata, di cui è parte e guida il Direttore generale, nel 2007 la Assogestioni è stata in grado di portare avanti le strategie di *policy* delineate senza trascurare la sua consueta attività di rappresentanza e di servizio. Queste attività si sono, del resto, ben integrate con l'impegno straordinario sollecitato dalla crisi strutturale del settore. I servizi assicurati agli associati si sostanziano tradizionalmente in cinque filoni principali: raccolta e diffusione dei dati relativi al settore del risparmio gestito nonché elaborazione di soluzioni tecniche e operative standardizzate per l'intero settore; assistenza agli associati sui temi fiscali, legali e previdenziali di interesse generale; collaborazione con strutture tecniche del governo e con i regolatori su un analogo spettro di temi; comunicazione a diversi *target* (gli associati medesimi, i *media*, le reti distributive e gli esperti del settore) delle strategie e delle iniziative dell'Associazione; la formazione, a diversi livelli e con una pluralità di strumenti, degli addetti del settore e dei nuovi entranti. Al ruolo di rappresentanza a



livello istituzionale nazionale si sono affiancate iniziative di *corporate governance* nei confronti delle maggiori società italiane nonché la cura dei rapporti con le istituzioni e le associazioni europee.

A livello normativo il 2007 è stato caratterizzato dal recepimento della direttiva MiFID attuato mediante l'emanazione del nuovo regolamento intermediari, l'introduzione di modifiche del regolamento mercati e l'adozione del regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob. In questo contesto va segnalata, perché di particolare rilievo, la decisione delle Autorità di estendere i principi della MiFID alla disciplina della distribuzione di prodotti assicurativi e bancari. Lo sforzo di Assogestioni si è soprattutto concentrato sui temi della *best execution* e degli *inducement* e sulla promozione della trasparenza informativa rispetto ai prodotti concorrenti. Sempre in tema MiFID, Assogestioni si è espressa a livello europeo in occasione delle consultazioni del CESR ponendo in evidenza le ambiguità normative sul tema della *best execution* e le problematiche derivanti da interpretazioni nazionali troppo rigide in tema di commissioni e retrocessioni. A quest'ultimo proposito, è stata emblematica la posizione assunta dalla Consob sulle GPF: il giorno prima dell'entrata in vigore della nuova normativa, dopo aver enunciato l'adozione di uno schema analitico incentrato sul solo disegno di incentivi, l'autorità di vigilanza italiana ha vietato usuali modalità di retrocessione delle commissioni dalle Sgr ai distributori. Come si è sopra mostrato, ciò sta spingendo le nostre Sgr a smantellare le vecchie GPF ormai fuori legge e i canali distributivi a trasferire i relativi investimenti all'esterno del perimetro del risparmio gestito.

Al di là dell'ambito MiFID, un altro importante passo normativo a rafforzamento dell'efficienza è stato compiuto grazie all'attuazione di soluzioni procedurali volte a rendere più veloci i tempi di immissione di nuovi prodotti sul mercato. Basti pensare, al riguardo, all'introduzione di una approvazione in via generale dei regolamenti e all'eliminazione dell'istruttoria sul prospetto degli OICR aperti. Sul fronte dei fondi speculativi il 2007 ha visto poi l'eliminazione dell'obbligo che imponeva alle Sgr speculative l'esclusività dell'oggetto sociale, mentre sono ancora in fase di valutazione le altre proposte dell'Associazione volte ad allineare la regolamentazione italiana dei fondi speculativi a quella degli altri Stati membri (ad esempio: l'eliminazione del limite delle 200 unità, l'abbassamento della soglia di accesso).

Il 2007 è stato anche l'anno di importanti novità legislative che hanno investito il settore di fondi immobiliari con il riconoscimento della possibilità di costituzione di fondi di



fondi immobiliari e l'introduzione della disciplina delle società di investimento immobiliare quotate (Siiq). Il riconoscimento dei fondi di fondi immobiliari rappresenta un notevole progresso verso il miglioramento dell'efficienza e della competitività della gestione collettiva del risparmio perché consente, tra l'altro, una maggior diversificazione delle opportunità di investimento in immobili (soprattutto verso l'estero) e un'aumentata flessibilità e liquidità del prodotto. Relativamente alle Siiq invece, Assogestioni ha sottolineato le debolezze e le difficoltà applicative riguardo alla verifica del flottante e alla vigilanza; grazie a tali osservazioni si è pervenuti a un quadro normativo e fiscale più coerente e praticabile.

Oltre alle modifiche normative, la ricerca dell'efficienza passa anche attraverso la promozione della *best practice* operativa. In tal senso va intesa l'organizzazione e la raccolta dei *Fund Processing Passport* delle Sgr, la promozione della standardizzazione delle distinte contributive, la traduzione e la stampa della nuova versione dei Gips e la mappatura dei rischi operativi delle Sgr. Nella stessa direzione vanno l'intensa attività interpretativa, volta a individuare soluzioni operative semplificate in sede di trasmissione delle informazioni all'amministrazione finanziaria.

Al fine di migliorare l'efficienza fiscale dei fondi di investimento e di costruire – anche in questo campo – regole uniformi nel mercato finanziario, Assogestioni si è impegnata per promuovere la riforma del regime di tassazione dei fondi di diritto italiano nel senso sopra precisato. Lo sforzo è stato ad ampio spettro. L'Associazione ha avuto successo nel porre il tema al centro del dibattito, tanto da ottenere la sola ed esplicita presa di posizione del Comitato della Piazza finanziaria (cfr. sopra). Anche grazie ai lavori preparatori e al conseguente *workshop* organizzato insieme all'Università Bocconi nell'ambito dell'Osservatorio sul risparmio gestito, l'Assogestioni ha inoltre costruito un sostanziale consenso scientifico nei confronti della riforma e delle sue specifiche modalità di attuazione. Infine essa ha collaborato con le autorità politiche e istituzionali, presentando apprezzate ipotesi generali e puntuali di soluzione normativa. Come è noto, né il governo né il Parlamento hanno inteso dare soluzione al problema. L'Italia riproduce, così, l'anomala situazione di penalizzare i propri fondi di investimento rispetto a quelli di diritto estero e rispetto a prodotti finanziari più opachi.

La prima metà del 2007 ha visto l'attuazione della riforma del sistema di previdenza complementare con le decisioni relative al trasferimento tacito o esplicito del Tfr alle forme pensionistiche di secondo pilastro da parte dei lavoratori dipendenti privati.



Assogestioni ha assistito gli associati nella fase di applicazione della riforma e ne ha seguito analiticamente l'evoluzione mediante la costituzione di un osservatorio con Gfk-Eurisko. Inoltre essa ha lanciato una campagna informativa nei confronti del pubblico dei risparmiatori per illustrare le novità normative e le opportunità offerte ai lavoratori. Il relativo sito "Investire per il futuro" è stato visitato da 200.000 visitatori. Si ha ragione di credere che tale sito abbia costituito, per i potenziali aderenti alla previdenza complementare, un valido strumento di supporto nella comprensione delle opzioni disponibili e nell'indirizzo delle scelte.

Per l'Italia il 2007 è stato anche l'anno del recepimento della direttiva europea IORP, che dovrebbe costituire un passo decisivo per la creazione di un mercato paneuropeo aperto e concorrenziale nel campo della previdenza complementare. Come sul tema della paventata applicazione della direttiva europea "Solvency II" ai fondi pensione, Assogestioni ha fornito agli associati l'opportunità di confrontarsi con le autorità italiane di regolamentazione, ha predisposto apposite linee guida e un sistematico supporto tecnico. Sempre nel 2007, a seguito dell'attuazione della direttiva europea sui fondi pensione, avrebbe dovuto essere varata la modifica al DM 703/96. Con lo scopo di promuovere principi di efficienza e di efficacia anche nell'ambito delle gestioni previdenziali, Assogestioni ha condiviso l'adozione di strumenti più articolati in tema di controllo del rischio, l'eliminazione dei vincoli di tipo quantitativo nei controlli di gestione e il rafforzamento delle strutture di *governance*. Purtroppo, fino a oggi, la modifica del DM 703/96 non è stata attuata.

Il 2007 è stato anche l'anno del recepimento della III direttiva antiriciclaggio; in tale ambito l'Associazione si è adoperata, con successo, perché si pervenisse a un'applicazione graduata dei relativi obblighi normativi.

Con una modalità più diretta di assistenza operativa agli associati e al loro *staff*, nel 2007 si è consolidata l'attività di formazione dell'Assogestioni mediante la realizzazione di corsi, seminari e commissioni tecniche sulle tematiche di maggior attualità. Grazie all'attenta scelta dei temi affrontati e all'utilizzo di relatori di consolidata reputazione, si è registrato un sensibile aumento degli utenti ai servizi formativi offerti e, in particolare, ai corsi autofinanziati.

Nell'anno passato l'Associazione ha anche proseguito e rafforzato il proprio impegno in ambito europeo. Assogestioni ha rafforzato la posizione nel *board of directors* di EFAMA, assumendo la guida di comitati e di diversi gruppi di lavoro; inoltre essa è entrata a far



parte del *board* dell'EFRP, partecipando così ancora più efficacemente al dibattito sullo sviluppo di una previdenza complementare europea. Anche in ambito EFAMA, Assogestioni ha seguito con particolare attenzione lo svolgimento di due ricerche indipendenti relative alle prospettive di sviluppo della previdenza complementare e agli spazi in essa aperti al risparmio gestito. La prima ricerca, già conclusa e diffusa presso le istituzioni comunitarie, esamina l'irreversibile transizione europea dai sistemi a beneficio definito ai sistemi a contribuzione definita e sottolinea i punti di forza e le prospettive di questi ultimi schemi. Il secondo studio, che si concluderà nel 2008, si concentra invece sulla fase di erogazione delle prestazioni previdenziali e sulle forme alternative o complementari alla rendita vitalizia.

Pur in presenza di una grave crisi strutturale del settore del risparmio gestito, nel 2007 è proseguito l'impegno dell'Associazione sul terreno della *corporate governance* delle principali società italiane. Tale impegno è imposto dal ruolo peculiare che le Sgr ricoprono in Italia: a differenza che nel resto dell'Europa, le Sgr restano il più importante investitore istituzionale del paese. Gli aspetti qualificanti delle iniziative di *corporate governance*, attuate dall'Associazione, sono riconducibili a tre: (1) l'offerta di un tavolo comune, perché gli associati possano verificare la fattibilità e, se del caso, costituire liste di minoranza per la costituzione dei Consigli di amministrazione e dei Collegi sindacali delle principali società quotate; (2) la selezione di un ristretto numero di società con rilevanti problemi di *corporate governance* e il conseguente studio approfondito di specifici casi, da rendere disponibile agli associati così da facilitarne l'intervento critico in assemblea; (3) il monitoraggio e la denuncia di situazioni problematiche, che rischiano di compromettere gli interessi degli azionisti di minoranza a fronte di un'estrazione dei benefici privati del controllo o che possano limitare le funzioni proprie agli amministratori e ai sindaci di minoranza.

Riguardo al punto (1) i pesanti deflussi, che hanno pesato e continuano a pesare sui portafogli azionari dei fondi di investimento, hanno reso più difficile il raggiungimento dei *quorum* richiesti per la presentazione delle liste e hanno indebolito il peso degli investitori istituzionali italiani nelle assemblee delle principali società quotate; si sono perciò intensificati i legami con investitori istituzionali internazionali. Riguardo al punto (2) si è deciso di puntare su società, nelle quali appare emblematico lo iato fra i notevoli progressi normativi realizzatisi nell'ultimo decennio e una cattiva pratica di governo societario. Infine, riguardo al punto (3), l'Associazione ha deciso di ricorrere alla "voce"



ogni qual volta non apparissero rispettate le prerogative degli amministratori di minoranza e i connessi diritti sostanziali degli azionisti di minoranza. Nel 2007 questa scelta ha portato alla pubblicazione di una lettera aperta relativa alle procedure di nomina dei vertici di un'importante società quotata.

5. Conclusioni

Per concludere, può essere utile tentare una pur sommaria sintesi delle considerazioni svolte. La soluzione dei principali problemi normativi e regolamentari è una condizione necessaria ma non sufficiente per risolvere la crisi del nostro settore. I prodotti del risparmio gestito sono prevalentemente venduti mediante i canali bancari, che dominano i canali autonomi dei promotori finanziari e - a maggior ragione - quello di *internet*. I canali bancari veicolano, peraltro, anche prodotti finanziari che sono sostituiti di quelli del risparmio gestito (obbligazioni bancarie, obbligazioni strutturate, strumenti assicurativi con contenuto finanziario) perché direttamente e largamente collocati, a differenza di quanto avviene in altri paesi europei, presso la clientela *retail*. Varie evidenze empiriche mostrano che i risparmiatori-acquirenti delle attività finanziarie, offerte dai canali bancari, hanno una scarsa autonomia rispetto ai venditori. La crisi del settore del risparmio gestito è, dunque, anche - se non soprattutto - da imputarsi alla maggiore convenienza per i canali distributivi bancari di collocare attività finanziarie alternative a quelle del risparmio gestito. Soprattutto in una fase di riduzione della liquidità, qual è quella successiva alla crisi finanziaria dell'estate del 2007, è inevitabile che i gruppi bancari e gli altri intermediari finanziari privilegino strumenti finanziari che assicurano elevati ricavi immediati (i cosiddetti ricavi *up front*) a prescindere dagli interessi dei risparmiatori. Ciò si combina anche con una tendenza, tipica dell'investitore italiano, di privilegiare il "fai da te". La netta prevalenza del "risparmio amministrato" rispetto al "risparmio gestito" è un indicatore di tale tendenza.

Ne discende la necessità, da parte dei *policy maker*, di incidere sulle convenienze relative dei gruppi bancari e/o degli investitori. Si tratta, con un'appropriata combinazione di incentivi e disincentivi, di variare la convenienza relativa dei gruppi bancari attenuando la prevalenza dello "shortermismo" rispetto a un'ottica di medio-lungo periodo. Questi interventi di *policy* potranno riguardare anche la struttura proprietaria e organizzativa delle Sgr. Al riguardo, tuttavia, si tratta di non aggravare gli effetti di sostituzione fra prodotti del risparmio gestito e altre attività finanziarie; e soprattutto di sostenere nuove



forme proprietarie e distributive così da introdurre una varietà di mercato attraverso adeguati meccanismi di incentivo piuttosto che con misure normative o regolamentari.

Un nuovo capitolo dovrebbe riguardare gli impegni, che il settore del risparmio gestito è pronto ad assumere a fronte dei mutamenti sopra indicati: innovazioni di prodotto, processi di consolidamento dettati dalla ricerca di efficienza, maggiore attenzione ai rendimenti netti dei risparmiatori. Confido che, grazie all'iniziativa degli associati e a positive iniziative regolamentari e normative, il nostro settore saprà affrontare questi impegni e superare le attuali difficoltà strutturali. Ma di questo si avrà occasione di parlare negli organi dell'Associazione e al Tavolo sul risparmio gestito promosso dalla Banca d'Italia.