

**COMMISSIONE VI
FINANZE**

RESOCONTO STENOGRAFICO

INDAGINE CONOSCITIVA

6.

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 9 SETTEMBRE 2020

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **LUIGI MARATTIN**

INDICE

	PAG.		PAG.
Sulla pubblicità dei lavori:		Audizione in videoconferenza di rappresentanti dell'Associazione nazionale consulenti finanziari (ANASF):	
Marattin Luigi, <i>presidente</i>	3	Marattin Luigi, <i>presidente</i>	9, 11, 12, 13
INDAGINE CONOSCITIVA SUI MERCATI FINANZIARI AL SERVIZIO DELLA CRESCITA ECONOMICA		Conte Luigi, <i>presidente dell'Associazione nazionale consulenti finanziari (ANASF)</i>	9, 12
Audizione di rappresentanti dell'Associazione italiana del risparmio gestito (Assogestioni):		Zanichelli Davide (M5S)	11
Marattin Luigi, <i>presidente</i>	3, 6, 7, 9	ALLEGATI:	
Galli Fabio, <i>direttore generale dell'Associazione italiana del risparmio gestito (Assogestioni)</i>	3, 7	<i>Allegato 1: Documentazione depositata dal dottor Galli</i>	14
Ungaro Massimo (IV)	6	<i>Allegato 2: Documentazione depositata dal dottor Conte</i>	26
Zanichelli Davide (M5S)	6		

N. B. Sigle dei gruppi parlamentari: MoVimento 5 Stelle: M5S; Lega - Salvini Premier: Lega; Forza Italia - Berlusconi Presidente: FI; Partito Democratico: PD; Fratelli d'Italia: FdI; Italia Viva: IV; Liberi e Uguali: LeU; Misto: Misto; Misto-Noi con l'Italia-USEI-Cambiamo!-Alleanza di Centro: Misto-NI-USEI-C!-AC; Misto-Minoranze Linguistiche: Misto-Min.Ling.; Misto-Centro Democratico-Radicali Italiani-+Europa: Misto-CD-RI-+E; Misto-MAIE - Movimento Associativo Italiani all'Estero: Misto-MAIE; Misto-Popolo Protagonista - Alternativa Popolare: Misto-PP-AP.

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
LUIGI MARATTIN

La seduta comincia alle 13.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso la trasmissione televisiva sul canale satellitare della Camera dei deputati e la trasmissione diretta sulla *web-tv* della Camera dei deputati.

Audizione di rappresentanti dell'Associazione italiana del risparmio gestito (Assogestioni).

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica, l'audizione di rappresentanti dell'Associazione italiana del risparmio gestito (Assogestioni).

Saluto quindi il dottor Fabio Galli, direttore generale di Assogestioni, accompagnato dal dottor Massimo Menchini e dalla dottoressa Alessia Di Capua, ai quali do il benvenuto e che ringrazio per la presenza. Cedo subito la parola al direttore Fabio Galli al quale chiederei di limitare, se possibile, il proprio intervento a una quindicina di minuti al massimo, al fine di lasciare poi adeguato spazio al successivo dibattito. Prego, dottor Galli.

FABIO GALLI, *direttore generale dell'Associazione italiana del risparmio gestito (Assogestioni)*. Grazie al presidente e a tutti i componenti della Commissione per questa opportunità. Assogestioni è l'associazione che rappresenta tutte le società di gestione

italiane e quelle estere che operano in Italia, quindi con residenti italiani, e l'ammontare del patrimonio gestito da tutti i nostri associati supera i 2.000 miliardi di euro, si avvicina ai 2.200 miliardi.

Una premessa: l'industria, rispetto a quella che è stata la congiuntura economica legata al contagio e alla situazione sanitaria, si può dire che non abbia sofferto. Quindi è un segmento del nostro settore economico che non soltanto è riuscito a mantenere le posizioni di attività che precedevano la situazione di febbraio-marzo, ma con i dati che abbiamo diffuso questa mattina le masse gestite sono cresciute nell'anno 2020. La ragione di questo è piuttosto semplice e diretta. La capacità degli italiani di risparmiare rimane comunque vigorosa e addirittura potenzialmente è cresciuta, perché con l'abbassamento dei consumi è possibile che almeno alcuni segmenti della popolazione siano stati in grado di risparmiare ulteriormente. Quindi siamo qui a parlare delle prospettive di sviluppo. Da parte nostra portiamo un messaggio di positività e ottimismo, nel senso che la capacità di risparmio delle famiglie italiane rimane vigorosa e quindi ci sono delle opportunità da cogliere, non ci sono dei problemi da risolvere. C'è però un problema che non è legato al meccanismo congiunturale, ma è un problema di più lungo termine, che sono le ingentissime risorse di risparmio che non vengono investite o che vengono investite in maniera tale da non generare un ritorno nel medio e lungo termine, che è quello che invece potrebbe aiutare l'economia italiana. Quindi noi siamo il Paese — e questo è un problema che si verifica in tutti i Paesi europei, dove ci sono grosse masse di risparmio che rimangono sui conti correnti — che *pro capite* lo vive in maniera più marcata. L'o-

biiettivo dell'industria è quello di fornire servizi sempre più adatti al profilo sociale, demografico ed economico delle famiglie italiane per riuscire a portare queste masse di risparmio a livelli di investimento soprattutto verso la parte di economia nazionale.

Da questo punto di vista la seconda premessa che voglio fare è, oltre all'opportunità di investire meglio e investire di più le risorse del risparmio degli italiani, evidenziare che i provvedimenti legislativi emanati nel corso dell'anno 2019 — che sono stati avviati su iniziativa del Governo, ma in entrambe le occasioni anche con una buona sintonia con le opposizioni — hanno consentito di modificare la norma relativa ai PIR-Piani individuali di risparmio preesistente, che era stata modificata a inizio del 2019 in maniera da renderla inefficace e inefficiente, e quindi il primo intervento operato con il decreto-legge n. 124 del 2019 ha sicuramente consentito di far ripartire il meccanismo dei PIR tradizionali — noi li chiamiamo « tradizionali », anche se sono nati all'inizio del 2017 — che hanno portato diverso beneficio a tutti i segmenti di bassa capitalizzazione delle imprese italiane.

C'è stata anche l'iniziativa a inizio del 2020 — sulla base di una discussione che era già partita a fine del 2019 — di introdurre i PIR per i prodotti alternativi. Anche questa seconda iniziativa, recata dal decreto-legge n. 34 del 2020, cosiddetto Rilancio, è stata un'iniziativa che va esattamente nella giusta direzione. La modifica alla normativa dei PIR esistenti e quella per il lancio dei PIR alternativi hanno creato un contesto di incentivo fiscale all'investimento della piccola e media impresa, anche non quotata, sicuramente favorevole. È necessario sicuramente, per consentire un avvio che sarà graduale, ma di cui noi siamo molto fiduciosi, aggiustare anche da un punto di vista interpretativo le modalità con cui si interpretano i limiti agli investimenti per i PIR alternativi — questo per consentire investimenti efficienti in tutto ciò che non è quotato — ma l'impianto della norma è molto solido ed è positivo. Noi lo accogliamo e crediamo che questo sarà un volano di sviluppo importante nel tempo.

Naturalmente, essendo un volano di sviluppo di medio-lungo termine, esplicherà i suoi effetti non nell'immediato, ma comunque gli effetti che già si vedono nei numeri dei PIR tradizionali sono non banali.

Ci sono 17 miliardi di euro investiti nei segmenti anche in parte maggiore a quello che è previsto dai requisiti nei segmenti di bassa quotazione delle imprese. C'è stato un rilancio dell'*Alternative investment market* — AIM come segmento di borsa di quotazione della piccola impresa. È stato favorito un processo di *Initial public offering* — IPO importante. Quindi oggi i PIR alternativi potranno avere in maniera più graduale lo stesso effetto su investimenti non quotati e siamo certi che potrebbero anche essere strumenti che accompagneranno risorse nell'utilizzo poi degli investimenti pubblici che si metteranno in campo nei prossimi mesi e anni. Con questa premessa rimaniamo dell'idea che si possano fare diverse cose importanti per sviluppare e aumentare l'efficienza del mercato dei capitali italiano.

Mi concentrerei su tre temi in maniera tale che, come ricordava il presidente, ci sia spazio poi per le domande. I tre temi sono questi. Noi abbiamo una previdenza complementare di impianto solido, ma che da diversi anni non viene revisionata e ripresa in considerazione. Tuttavia nel prossimo anno e mezzo diventeranno operativi i prodotti di investimento previdenziale individuale creati con un regolamento dell'Unione europea, i prodotti di pensione integrativa europea — PEPP che potrebbero avere un impatto non marginale sull'allocazione delle risorse previdenziali anche dei risparmiatori italiani. Quindi noi crediamo che una delle priorità sia quella di guardare con attenzione al sistema di previdenza complementare per adeguarlo a questa novità, ma cogliendo l'occasione per rilanciarlo. Oggi meno del 25 per cento dei lavoratori del settore privato hanno aderito alla previdenza complementare e questo Paese non avrà un pilastro realmente solido sul mercato dei capitali fintanto che le masse gestite dal sistema previdenziale non aumenteranno notevolmente. I Paesi che hanno mercati dei capitali davvero liquidi

ed efficienti registrano tutti masse previdenziali superiori al 100 per cento del PIL e noi siamo ben distanti da questa misura. Siamo intorno al 10 per cento, dipende come calcoliamo. Quindi c'è una grandissima opportunità di rilanciare il sistema di previdenza complementare. Entrando nel merito, magari anche sulla base delle vostre domande, abbiamo già anche noi delle idee, ma crediamo che questo dovrebbe essere uno sforzo sistemico, andando a comprendere tutti i pilastri della previdenza complementare, sia il secondo sia il terzo e aumentando la conoscenza e l'*appeal* di questo segmento. Tra l'altro ormai ci sono numeri disponibili sulla *performance* dei prodotti previdenziali negli ultimi vent'anni, che sicuramente si sono rivelati efficienti sul medio-lungo termine.

Il secondo tema che vorrei porre alla vostra attenzione riguarda la questione del diritto societario, della *corporate governance*, a proposito della quale la preoccupazione dell'associazione è quella di mantenere un elevato livello di attrattività dei capitali verso le imprese che si quotano in Italia. Su questo ci sembra che in alcuni casi il dibattito sulla modulazione dei diritti corporativi e dei diritti dei detentori di azioni sia potenzialmente messo a rischio dall'introduzione di diritti differenziali tra azionisti. In particolare mi riferisco a iniziative che a volte, col fine positivo di rendere più attraente per l'azionista di controllo il permanere in Italia con la quotazione, potrebbero in realtà disincentivare fortemente gli investitori a entrare nel capitale della piccola e media impresa — PMI che si quota o anche di quella quotata da tempo che comunque trasforma la propria struttura passiva con diritti delle azioni diversificati. Questo tema richiederebbe, così come quello della previdenza, un approfondimento molto attento. Quindi di nuovo, dati i tempi limitati, lo lasciamo come spunto di riflessione. È certo che non c'è solo un vantaggio nell'introdurre diritti diversificati tra azionisti, in realtà c'è un grosso rischio nel rendere le azioni di alcune società assolutamente non investibili per diverse classi di investitori. Vi ricordo che ormai molti indici internazionali da

MSCI ad altri hanno deciso di escludere le società che hanno queste forme di diversificazione dei diritti degli azionisti, quindi di escludere quelle società che hanno attribuito un diritto multiplo ad alcuni detentori di azioni, questo perché si creano classi differenziate di azionisti e quindi l'interesse della società diventa in qualche modo non determinabile in maniera equa da tutti gli azionisti. Questo per dirvi che oggi, nell'allocatione, i flussi finanziari sono anche molto indirizzati dalla gestione passiva che deve seguire questi indici e quindi bisogna sempre fare molta attenzione nell'introdurre modifiche di questa struttura societaria.

Il terzo tema che vorrei presentarvi riguarda le opportunità che deriveranno da tutta l'attività dell'Unione europea sulla regolamentazione finanziaria, in particolare aggiornamenti e modifiche sia alla direttiva MiFID e a quella sui fondi alternativi-AIFMD sia l'iniziativa sulla *Capital Markets Union-MCU*, che è in corso di definizione ulteriore dopo un rallentamento nell'anno 2019. Tutti questi fronti presentano rischi e opportunità per il sistema finanziario italiano e qui più che dilungarmi nei dettagli di quali sono i rischi e le opportunità — naturalmente vi invieremo un testo a valle di questa audizione, perché rimanga traccia di quelle che sono le nostre considerazioni — possiamo dire che noi riteniamo ci sia molto spazio per un'azione di concerto tra le istituzioni italiane, sia di regolamentazione sia di governo e anche parlamentari, e l'industria per raggiungere una capacità di influenza sul processo regolamentare europeo che sia almeno pari a quella degli altri grandi Paesi europei. Oggi l'Italia a nostro avviso sicuramente sul segmento che noi rappresentiamo non ha la capacità di incidere sul processo regolamentare come ce l'hanno Paesi quali la Francia e la Germania e un tempo il Regno Unito, che forse agisce oggi attraverso Paesi dell'Unione di minor dimensione. Quindi diventa essenziale a nostro avviso fare un ragionamento istituzionale su come si possono rappresentare gli interessi italiani a livello europeo in maniera coordinata. Questi sono i tre temi che pensiamo sia stato opportuno

sollevare in questo contesto che sono tutti e tre temi prospettici.

Come dicevo, la situazione per quanto riguarda il risparmio gestito, anche in queste condizioni di incertezza, è positiva, nel senso che noi continuiamo a servire i nostri clienti risparmiatori nel migliore dei modi e sicuramente l'evoluzione del mercato è stata positiva, ma la diversificazione dei portafogli che vengono gestiti ha aiutato. Lasciatemi svolgere anche quest'ultima considerazione: la stessa natura di più lungo termine della capacità delle persone di percepire rischi ha fatto sì che per la prima volta probabilmente in un momento di crisi finanziaria molto acuto come quello che si è verificato tra fine marzo e inizio aprile, in cui i mercati hanno avuto correzioni profonde dell'ordine del 20-25 per cento, non abbiamo verificato in Italia nessun fenomeno di disinvestimento da panico e anzi c'è stata una sostanziale tenuta dei flussi di investimento. Quindi questo è stato molto positivo, perché riflette una maturazione nei comportamenti dei risparmiatori e nella capacità dell'industria di creare portafogli di investimento che siano diversificati ed efficienti e di spiegare la congiuntura finanziaria ed economica.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Galli e do la parola ai colleghi che intendono intervenire.

DAVIDE ZANICHELLI. Innanzitutto vi ringrazio. Siamo ben consci dell'enorme potenziale che ha il Paese italiano riguardo alla propria capacità di risparmio e la massa presente sui conti correnti. Dal nostro punto di vista abbiamo intenzione di individuare ulteriori strumenti per far sì che questa massa possa essere indirizzata verso l'economia reale del nostro Paese. È un'enorme capacità che abbiamo e può risultare un enorme vantaggio, anche competitivo, rispetto ad altri Paesi che non hanno la nostra stessa situazione. Da questo punto di vista, anche per l'aspetto che avete sollevato sulla previdenza e sui livelli e i margini che possiamo raggiungere, volevo capire quali possono essere i suggerimenti normativi per incentivare questa ve-

colazione o gli strumenti pratici che possiamo mettere in piedi da questo punto di vista per favorire questo percorso.

In più anche l'aspetto della quotazione delle PMI italiane, anche questo potrebbe essere un ulteriore veicolo. Da questo punto di vista, avete dei suggerimenti specifici anche riguardo a quello che sta accadendo rispetto a Borsa Italiana, che è un tema di cui stiamo dibattendo molto? Anche da questo punto di vista, che ruolo si potrebbe giocare in questo senso?

Infine se avete qualcosa da aggiungere, perché io ricordo che nelle settimane scorse sulla stampa si è discusso molto delle commissioni di gestione. Da questo punto di vista, avete qualche aggiornamento rispetto a queste situazioni che caratterizzano il nostro Paese rispetto alla situazione estera?

MASSIMO UNGARO. Anche io ringrazio per la relazione il dottor Galli. Mi sembra che il 2020 fino ad adesso segni un anno di dialogo virtuoso tra il mondo del risparmio gestito e questa maggioranza. Sono stati migliorati i PIR ordinari, sono stati introdotti i PIR alternativi, sono state modificate le soglie di investimento. Tante cose si stanno muovendo nel vostro mondo, ovviamente a fronte di una situazione economica e finanziaria fragile. Io, senza ripetere le domande del collega Zanichelli, ne ho due da aggiungere.

La prima: il vostro punto di vista sull'assetto proprietario di Borsa Italiana di cui voi chiaramente siete clienti, forse non direttamente, siete intermediari, ma è importante che abbia anche il vostro punto di vista su come secondo voi dovrebbe riorganizzarsi Borsa Italiana tra le tre cordate possibili, Euronext con Cassa Depositi e Prestiti, Deutsche Börse e Swiss Exchange-SIX, sapendo che non c'è soltanto l'importanza per noi legislatori di far sì che ci siano mercati che permettano alle piccole e medie aziende italiane di fare IPO sul mercato, ma è importante che il secondario viva e sopravviva con costi di intermediazione bassi. Dal mio punto di vista l'esperienza London Stock Exchange è stata abbastanza negativa negli ultimi quattordici anni su questo fronte. Volevo sapere se voi

come associazione avete una posizione. Se non ce l'avete, non è fondamentale.

La seconda domanda invece è se con la Brexit e la possibilità di o mancanza di accordo e la perdita del diritto di passaporto per i servizi finanziari di tutti i gestori britannici ci siano possibilità di sviluppo per Assogestioni e per il mondo del risparmio privato italiano.

Infine, visto che gli strumenti nuovi sono già tanti, *European long term investment funds*-ELTIF, PIR alternativi, PIR ordinativi, ora si tratta di implementazione; mi aggiungo quindi alla domanda del collega Zanichelli, se avete consigli da dare ai commissari e se può anche commentare sulla capacità di gestione. Quest'anno sarà introdotta in Italia una nuova classe di investimento con investimenti alternativi. Le chiedo se può elaborare o presentare la capacità di gestione di investimenti alternativi dei gestori italiani, che, per come la vedo io, è una classe d'investimento che fino ad adesso è rimasta abbastanza sottosviluppata nel nostro Paese.

PRESIDENTE. Se non ci sono altri colleghi, mi aggiungo io per una domanda al volo relativa al primo dei suoi punti, direttore. Quando parlava dei PIR alternativi. Ho qualche familiarità con quella disposizione del decreto-legge n. 34 del 2020, cosiddetto Rilancio, con la quale si è elevata la soglia annuale di investimento da 150.000 a 1.500.000 euro l'anno. Io oltre a chiederle una prima valutazione — ovviamente non sugli effetti, perché immagino sia ancora troppo presto, ma una valutazione generale su quell'intervento — e se sia stato a suo modo di vedere utile o meno, mi chiedo nello specifico sui PIR alternativi che altri interventi puntuali ci possono essere. Qualcuno suggerisce di abolire l'obbligo di investimento in un fondo unico in modo da poter raggiungere la cifra di un milione e mezzo su più fondi contemporaneamente. Questa in particolare è una questione che ci viene sollevata spesso e su cui volevo avere il vostro parere.

Do quindi la parola al dottor Galli per la replica.

FABIO GALLI, direttore generale dell'Associazione italiana del risparmio gestito (Assogestioni). Dato il tempo sarò telegrafico, ma spero di riuscire a dare almeno il sapore del nostro punto di vista su questi temi, che sono tutti fondamentali e molto centrati.

Previdenza: oggi il cardine del sistema previdenziale di un Paese è l'assetto dell'incentivo fiscale. È quello che determina l'interesse del risparmiatore ad accedere a un sistema che è vincolato, ma che lo porta a investire nel lungo termine. Forse il problema più grosso nel sistema previdenziale italiano, che è sempre rimasto in piedi, è di essere in contrasto con quella che è la raccomandazione europea, cioè di non avere tassazione durante l'accumulazione dell'investimento. Il Parlamento europeo ha deliberato ormai molti anni addietro la raccomandazione di adottare un sistema di tassazione che dia esenzione in accesso al sistema ed esenzione in accumulo e tassazione solo al momento del beneficio. La scelta del legislatore italiano è stata quella di tassare anche durante l'accumulo. Questa, tra l'altro, vi ricordo che è una tassazione per maturato che è un sistema che può avere degli effetti distorsivi e quindi manca quell'elemento di incentivo che potrebbe essere ricalibrato meglio, perché la tassazione non su maturazione, ma l'esenzione nel momento dell'accumulo libererebbe degli spazi gestionali. Questo è il primo provvedimento a nostro avviso razionale che si potrebbe valutare, anche perché non credo che ci sia un impatto di finanza pubblica notevole.

Il secondo tema è la piccola e media impresa: che cosa si può fare per spingere verso la quotazione? Risponderò insieme alla domanda su Borsa Italiana. Noi crediamo che molto lavoro sia stato fatto negli anni sul lato dell'offerta, cioè nel rendere più efficiente il modo con cui un'impresa può andare a quotarsi. Per molto tempo è stato sottovalutato il lato della domanda, cioè creare una domanda stabile di investimento in quel tipo di impresa. Secondo noi bisogna vedere l'effetto degli afflussi sui PIR e vedere come i PIR, così come i PIR ordinari anche quelli alternativi, consenti-

ranno nel 2021-2022 di far sì che i segmenti bassi di borsa attirino quotazione. Ovviamente noi riteniamo che l'assetto proprietario di Borsa Italiana non sia l'oggetto del contendere dal nostro punto di vista di investitori, ma che l'oggetto del contendere sia la capacità decisionale locale. Borsa Italiana ha sicuramente perso autonomia operativa nel momento in cui è diventata parte di un gruppo con base a Londra. Questa è la nostra valutazione. Avere una Borsa Italiana che abbia autonomia operativa e decisionale in Italia sarebbe sicuramente un beneficio per lo sviluppo dei mercati di bassa capitalizzazione, questo al di là di chi è il proprietario. Il problema è dove si decidono le cose. Ci potrebbero essere proprietari italiani che poi non decidono le cose in Italia, quindi il tema è se c'è competenza e capacità decisionale dell'azienda Borsa in Italia.

Sul tema della nostra capacità di sviluppare il segmento alternativo in Italia: è sicuramente vero che c'è stata una forma di nanismo nell'investimento alternativo e liquido. Le reti di consulenza dovranno avere una crescita anche nella capacità di spiegare agli investitori che i PIR alternativi sono stati pensati per famiglie che hanno una capacità di risparmio notevole, perché devono essere comunque inseriti in portafogli diversificati — noi abbiamo sempre visto che la crescita delle competenze avviene di pari passo con la crescita delle masse gestite. Quindi così come sono stati creati *team* di gestione importanti con i PIR tradizionali o i PIR ordinari nella gestione dei segmenti a bassa capitalizzazione, noi siamo certi che i PIR alternativi possano creare una crescita delle competenze, delle forze di lavoro e anche delle capacità gestionali anche delle persone più giovani nel segmento di tutto ciò che è il liquido. Su questo ricordo che gli investimenti di tipo organizzativo e di competenze hanno effetti non prima di qualche anno, ma è chiaro il legame. Il legame è stato immediato nei PIR tradizionali, questo legame tra competenze gestionali su quel segmento di mercato e il decollo dei PIR 2017 è stato evidente. Noi abbiamo misurato il numero di persone assunte nei *team* specializzati.

Quindi queste sono forme virtuose di crescita che hanno una loro progressività, ma che vanno tutte nella giusta direzione.

La domanda sull'interpretazione sui PIR: la soglia di 1.500.000 euro elevata per i PIR alternativi è una misura positiva, perché per loro natura i prodotti chiusi richiedono un investimento molto forte iniziale e quindi non è un investimento di tipo anno per anno come nei PIR tradizionali, quindi è ragionevole aumentare la soglia in maniera tale che chi entra per la prima volta su un PIR alternativo — che sia quest'anno o il prossimo — possa fare un investimento sostanziale in un anno unico. Dopodiché la progressività dell'investimento è realizzata dal gestore che può metterci anche due, tre, quattro anni a investire quelle cifre per trovare le opportunità di investimento.

Quanto alla questione del fondo unico, che deriva da considerazioni più che legittime di competitività del sistema, io credo che il sistema italiano abbia il grosso merito di semplificare gli adempimenti fiscali cosicché nel momento in cui si apre un rapporto PIR lo si fa con un unico intermediario su un unico prodotto. Questo semplifica molto il costo amministrativo fiscale della gestione. Se noi dovessimo andare su un modello diverso, questo sarebbe un costo sia per gli intermediari ma anche per l'amministrazione fiscale dello Stato, perché tenere traccia di investimenti multipli su prodotti multipli richiede da entrambe le parti, sia quella degli intermediari sia quella dell'amministrazione fiscale, un investimento totalmente diverso nelle procedure. Quindi la soluzione del fondo unico a nostro avviso — nel momento in cui comunque « switchare » è permesso, quindi non c'è l'obbligo di tenere un fondo unico per sempre, ma si possono mantenere quei diritti anche passando da un prodotto all'altro — certo limita l'idea di fare prodotti multipli, ma questi prodotti di investimento sono per loro natura diversificati, perché la norma PIR obbliga alla diversificazione. Quindi il costo-beneficio di passare a un modello di prodotto multiplo dovrebbe essere verificato rispetto a quelli che sono gli impatti organizzativi,

soprattutto per l'autorità fiscale e la capacità di controllo.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Galli, direttore di Assogestioni, il dottor Menchini e la dottoressa Di Capua per la presenza.

Autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna della documentazione consegnata dal dottor Galli (*vedi allegato 1*) e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta, sospesa alle 13.30, è ripresa alle 13.45.

Audizione in videoconferenza di rappresentanti dell'Associazione nazionale consulenti finanziari (ANASF).

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica, l'audizione in videoconferenza di rappresentanti dell'Associazione nazionale consulenti finanziari (ANASF). Ricordo che l'audizione si svolgerà in videoconferenza con la partecipazione da remoto degli auditi nel rispetto delle misure di tutela adottate dalla Camera per prevenire il contagio da *Coronavirus*, secondo le modalità stabilite dalla Giunta per Regolamento nella riunione del 31 marzo 2020.

Cedo subito la parola al presidente, dottor Luigi Conte, al quale chiederei di limitare, se possibile, il proprio intervento a una quindicina di minuti al massimo, al fine di lasciare poi adeguato spazio al successivo dibattito. Prego, dottor Conte.

LUIGI CONTE, *presidente dell'Associazione nazionale consulenti finanziari (ANASF).* Grazie, presidente. Ringrazio lei e questa Commissione. L'ANASF rappresenta i consulenti finanziari iscritti all'Albo unico nazionale tenuto dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari — OCF, che è l'organismo dei consulenti finanziari, organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo unico e rappresenta circa 12.300 iscritti, su una platea di 52.500 consulenti finan-

ziari abilitati all'offerta fuori sede, di cui 33.800 effettivamente attivi. Noi operiamo in un ambito in cui quattro milioni e mezzo di clienti, primi intestatari dei contratti, affidano i loro risparmi e i loro progetti a noi consulenti finanziari. Guardando i numeri, rileviamo con grande soddisfazione che, detenendo circa 615 miliardi di euro di *asset* a noi affidati, manteniamo un *trend* crescente costante che evidenzia una solidità strutturale dell'impianto, anche purtroppo in relazione alle varie crisi che si sono susseguite, oltre l'ultima, che peraltro è ancora in corso. Quindi la professione del consulente finanziario ha saputo realizzare un percorso di crescita, i cui risultati emergono in particolare da ciò che rileva rispetto al confronto con le difficoltà che condizionano il sistema bancario tradizionale.

Qual è la specificità della professione del consulente? Il consulente opera basando attentamente la sua funzione sulla professionalità e sulla personalizzazione del rapporto fiduciario con la clientela, quindi obiettivi posti in maniera chiara, condivisa, prediligendo soluzioni di investimento di medio-lungo periodo che fanno del tempo di condivisione il valore fondamentale. Oltretutto è una categoria estremamente solida perché i provvedimenti cautelari e sanzionatori irrogati dall'organo di vigilanza non superano lo 0,2 per cento degli iscritti all'Albo, secondo gli ultimi dati riferiti. Bisogna dire che negli ultimi tempi lo scenario normativo ha supportato molto l'attività dei consulenti, perché l'attuazione delle direttive MiFID e MiFID 2 sostanzialmente hanno sancito l'attività di consulenza come attività definitivamente inclusa nel novero dei servizi di investimento riservati ai soggetti accreditati. Questo è un aspetto che ha dato un forte contributo all'identificazione del consulente come interlocutore qualificato nelle scelte prospettiche e puntuali in ambito non solo finanziario delle famiglie.

Naturalmente guardiamo al futuro. Abbiamo sicuramente fattori di cambiamento dirimenti. Fattori macroeconomici e la crescente complessità dei fenomeni

macroeconomici condizionano certamente, rispetto a incertezza ed eccezionalità dei casi, lo stato attuale e le prospettive future. Un altro elemento è la digitalizzazione del sistema finanziario che impatta fortemente e pone la necessità di prestare attenzione a quelli che possono essere i benefici e i rischi. Poi un terzo *driver* sicuramente è l'ampliarsi di soluzioni di offerta degli intermediari finanziari alla propria clientela, con la conseguente necessità di attuare modalità di comunicazione efficace e trasparente nei confronti del pubblico dei risparmiatori.

Questi fenomeni si coalizzano nel nostro intendimento in quello che deve essere l'impegno — che peraltro la categoria ha sempre profuso — in iniziative di educazione finanziaria che poniamo costantemente in essere durante la nostra attività. Quindi la relazione costante con i clienti, con i risparmiatori, ci consente di apportare un contributo forte in ambito di crescita delle competenze e della consapevolezza, che gli investitori, i risparmiatori, accrescono con il confronto con noi. Abbiamo progetti già operativi da anni, che rispondono alla necessità di relazionarsi ai giovani delle scuole, il progetto «economic@mente» si riferisce ai giovani delle scuole medie superiori. Abbiamo progetti di educazione finanziaria per gli adulti come «Pianifica la mente-Metti in conto i tuoi sogni» e anche progetti che si stanno avviando per la scuola primaria, «Economica scuola» è il nostro progetto già in attuazione. Naturalmente questa operazione finanziaria caratterizza l'attività del consulente anche in ambito sociale, quindi il ruolo sociale del consulente è sicuramente fondamentale.

La digitalizzazione dei processi integra la professione del consulente. Pensiamo che l'incremento del valore della digitalizzazione ci consenta di liberare tempo per la relazione e ci consenta di mettere investitori e risparmiatori in condizioni di comunicare le proprie aspettative e poter ricevere quelle indicazioni che possano poi portare a un confronto sano per delle scelte consapevoli.

Noi abbiamo già fatto delle proposte rispetto a quelle che possono essere le evoluzioni delle dinamiche di mercato e quindi nuove proposte per far sì che i capitali degli italiani possano orientarsi sempre più verso l'economia reale. È del 2011 la nostra proposta alle competenti Commissioni parlamentari dei Piani individuali di risparmio — PIR, che sono stati licenziati con varia fortuna nel 2017 e poi ripresi recentemente in maniera tale che potessero essere di sostegno alle piccole e medie imprese italiane, qualificando l'allocatione dei risparmi anche in quelle. Lo stesso decreto-legge n. 34 del 2020, cosiddetto Rilancio, ha previsto ulteriori incentivi per gli investimenti in economia reale introducendo i PIR alternativi. È lì che noi — consapevoli della validità dello strumento — abbiamo sottolineato al legislatore, già nel 2018, addirittura l'opportunità di costituire i famosi PIR obbligazionari che, con le agevolazioni degli stessi PIR già introdotti — sia quelli tradizionali sia quelli alternativi — potessero dare un'ulteriore spinta, in questo caso al debito pubblico, per cercare di consolidare quel rapporto di fedeltà tra cittadini e Paese. Quindi far sì che l'Italia possa rappresentare sé stessa, anche rispetto alle scelte di investimento, attraverso un rapporto solidale, in cui noi, molto umilmente, facciamo una mediazione anche culturale.

Altro tema fondamentale che vorrei evidenziare molto rapidamente è quello della finanza sostenibile, quindi degli investimenti in finanza sostenibile. Questo è un tema che rappresenta, secondo me, ancor più oggi di quando sia stato nella storia, un'evidenza della sensibilità etica di un Paese e dei suoi cittadini. Rispetto a questi temi ci sono forme di investimento estremamente solide che evidenziano, ancora una volta, quanto si possa destinare in termini di risorse al proprio futuro in maniera coerente con quella che si prospetta come una corretta gestione del risparmio, che possa portare al raggiungimento degli obiettivi previsti.

Naturalmente tutto questo ambito è favorito dalla relazione che stiamo com-

piendo, la relazione contigua di affiancamento che sin dal primo contatto mette l'interlocutore nelle condizioni di aprirsi — senza oneri temporali —, di consegnare le proprie aspettative e quindi chiedere una decodifica di quelle aspettative in termini di concrete applicazioni ai consulenti. Quindi in questo modo la consulenza finanziaria si esprime attraverso questo rapporto, che determina la cura nel tempo della relazione con il cliente e questa cura si rafforza ancor più quando si determinano le condizioni per un monitoraggio costante, non soltanto delle scelte fatte, e quindi della coerenza delle stesse nel tempo, ma anche di quelle che possono essere situazioni intervenute nel frattempo — come per esempio gli elementi che ho rappresentato precedentemente — che potrebbero eventualmente influenzare anche il valore delle scelte future, quindi aggiornare un po', in costanza di valore, quelle che sono le considerazioni reciproche tra clienti-risparmiatori e consulenti. Naturalmente, come ho detto prima, il *fil rouge* è l'educazione finanziaria. Noi questa la sviluppiamo costantemente nelle relazioni giornaliere che viviamo con i clienti e auspichiamo che si rafforzi sempre di più una sorta di sostegno da parte degli apparati normativi e legislativi e anche da parte di chi, nell'ambito del governo della nazione, dovesse affiancarci per considerarci attori principali e competenti rispetto a questo tema. Auspichiamo quindi che questa crescita avvenga.

Quindi, per chiudere — credo di essere stato più sintetico di quanto mi ha chiesto, presidente — io credo che la nostra categoria rappresenti un *trait d'union* rispetto a quelle che sono le prospettive di cambiamento generale. Basti pensare a quello che sta accadendo in ambito demografico, che impatta fortemente sulla situazione legata alle pensioni e quindi su tutte le scelte che voi stessi fate rispetto alle politiche previdenziali. Tutti questi cambiamenti, dicevo — compreso l'ultimo che ho rappresentato — ci vedono partecipi di un processo al quale da oltre cinquant'anni non ci sottraiamo. Non ci

sottraiamo nell'auspicio che la cultura finanziaria degli italiani cresca sempre di più e consenta a noi stessi di poter misurare con sfide sempre più ampie, rispetto alle quali crediamo di poter essere — per voi che prendete le decisioni, le delibere opportune in questi ambiti e che qualificate le scelte strategiche — degli interlocutori affidabili, attendibili e competenti. Riteniamo di poter prestare il nostro supporto in quelle scelte strategiche che possano migliorare la cultura finanziaria dei cittadini italiani e le condizioni di rappresentazione verso l'esterno di un Paese che ha delle risorse incredibili, anche e non solo a livello culturale, che spesso vengono mortificate da elementi contingenti, che purtroppo a volte ci identificano molto peggio di quanto realmente, come sistema Paese e come professionisti, meritiamo di essere identificati. Io la ringrazio e resto in attesa di eventuali domande.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Conte e do la parola ai colleghi che intendono intervenire.

DAVIDE ZANICHELLI. Innanzitutto grazie per i contributi che avete portato, in particolar modo riguardo all'importanza dell'educazione finanziaria. Nello specifico mi preme adesso avere anche qualche ulteriore parola da parte vostra, non tanto per spiegare ai ragazzi, ai cittadini gli strumenti finanziari a loro disposizione, ma più che altro per aiutare gli italiani di oggi e di domani riguardo ai principi di una prudente gestione domestica delle finanze. Secondo me quella dovrebbe essere la funzione forse anche del settore pubblico, ma anche il vostro ruolo rispetto a una società, una comunità che abbia una prudente gestione delle proprie finanze, delle proprie economie personali o familiari.

Volevo chiedere un'altra cosa. Il decreto legislativo n. 58 del 1998 — il Testo unico della finanza — individua il consulente finanziario come autonomo. Da questo punto di vista sono stati formulati alcuni rilievi con i quali si propone di

utilizzare l'aggettivo indipendente, in quanto, rispetto all'espressione « autonomo » l'espressione « indipendente » dovrebbe assicurare una sfumatura di significato ulteriore, più precisa, soprattutto in relazione alle attività fuori sede, che alcuni consulenti stanno cominciando a svolgere da qualche anno. Da questo punto di vista, voi come vedete un'eventuale proposta di adeguamento normativo che introduca o meglio specifichi l'espressione « indipendente » rispetto a quella di « autonomo »?

PRESIDENTE. Do la parola al dottor Conte per la replica.

LUIGI CONTE, *presidente dell'Associazione nazionale consulenti finanziari (ANASF)*. Parto da quest'ultima domanda e poi rispondo alla prima sollecitazione. Rispetto a questo tema noi ci siamo pronunciati già quando, partecipando alla costituzione dell'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari, abbiamo identificato il valore della consulenza. Secondo noi non esiste la figura del consulente indipendente. La consulenza è indipendente a prescindere, se svolta nel pieno esempio di correttezza e di dedizione alle richieste e agli auspici della clientela. È la consulenza che può essere indipendente e non il consulente. La definizione di « autonomo » in realtà è una definizione oggettiva e giustificata in virtù del fatto che la distinzione dei due ambiti — c'è anche un terzo ambito, che è quello delle società di consulenza in ambito OCF — si riferisce ai consulenti abilitati all'offerta fuori sede, che mi prego di rappresentare come categoria, che sono i consulenti che operano attraverso un mandato come intermediario autorizzato. Siamo noi consulenti che definiamo il processo di consulenza nella sua interezza, quindi forniamo, in termini di affiancamento al cliente, il servizio di diagnosi e quindi di analisi e valutazione reciproca delle istanze e delle soluzioni e, fornendo le soluzioni, possiamo, nell'ampissimo spettro dell'offerta di servizi e di prodotti finanziari e non solo (anche assicurativi ed altri), fornire anche un sup-

porto nella decodifica delle combinazioni di portafoglio o comunque di soluzioni in senso lato utili a soddisfare quelle esigenze.

Il consulente autonomo, che svolge un'attività altrettanto interessante e utile — specialmente per il discorso sulla situazione finanziaria che facevamo, quella sensibilizzazione della clientela di cui parlavamo — svolge un'attività che si riferisce al primo ambito, quindi al concetto di prescrizione, senza poter operare nell'ambito della definizione del *picking*, della scelta di un prodotto, di un servizio in senso stretto per quel che riguarda l'aspetto di fornitura della soluzione. Quindi ritengo che la definizione « autonomo » sia assolutamente adeguata perché non riferisce a nessuna mandante e ricordiamo che la mandante per normativa è una e una soltanto. Il retaggio di questo pseudo conflitto di interessi di cui si parlava un tempo rispetto al vecchio promotore finanziario — attualmente consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede — è piuttosto legato al fatto che un tempo le mandanti avevano un'offerta di prodotti estremamente contenuta e tendenzialmente di casa. Oggi ciò non esiste sostanzialmente più. L'offerta di prodotti è amplissima, le piattaforme sono sostanzialmente aperte e, al netto di comportamenti eticamente confutabili, la scelta delle soluzioni è assolutamente finalizzata e coerente e deve essere tale con le esigenze e le richieste dei clienti. Altrimenti poi il tempo paga e sottrae. Paga se questi atteggiamenti e comportamenti professionali sono stati adeguati, sottrae se questi atteggiamenti sono stati il contrario. I numeri ci dicono che il tempo sta pagando.

Per quanto riguarda la prima considerazione è assolutamente vero e reale il suo riferimento alla prudenza. Io affiancherei al concetto di prudenza quello di consapevolezza. La consapevolezza è un valore che diventa sempre più consistente quando l'interlocutore non tanto riferisce alle competenze tecniche, ma alla capacità di distinzione. Innanzitutto distinzione di valore tra i professionisti con cui

interloquisce, poi di valore rispetto alle soluzioni proposte, che devono essere coerenti, tangibili e riconoscibili. Quando si parla di ciò le scelte sono tutte prudenti, perché sono adeguate alle aspettative. Per cui il nostro impegno è sempre quello di rappresentare in maniera trasparente questo processo.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Conte per la presenza.

Autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna della documentazione consegnata dal dottor Conte (*vedi allegato 2*) e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 14.05.

*Licenziato per la stampa
il 16 settembre 2022*

ALLEGATO 1



**Indagine conoscitiva
sui mercati finanziari al servizio della crescita economica**

Audizione Assogestioni

Camera dei deputati

VI Commissione (Finanze)

Roma, 9 settembre 2020

Desideriamo, in primo luogo, ringraziare il Presidente e i componenti di codesta Commissione per l'opportunità offerta alla Assogestioni di rappresentare il proprio punto di vista nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica.

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 e chiusi, fondi pensione aperti e negoziali, nonché gestioni di portafoglio, per un patrimonio complessivo che, a luglio 2020, nonostante la flessione registrata nella prima fase dell'emergenza sanitaria tuttora in corso, si attesta attorno ai 2.300 miliardi di euro.

In questa sede intendiamo offrire il nostro contributo portando all'attenzione della Commissione alcuni dei temi che stanno maggiormente a cuore all'industria del risparmio gestito. Una industria che ha dimostrato una solida capacità di resilienza alla crisi scatenata dalla pandemia e una forte capacità di adattamento alle mutate circostanze, indice di una maturazione dei comportamenti dei risparmiatori italiani che hanno nel loro complesso mantenuto una corretta percezione dei rischi, non abbandonandosi a decisioni di disinvestimento impulsive, e scelto una adeguata diversificazione dei portafogli.

In un contesto di liquidità cresciuta anche in ragione della riduzione media dei consumi e con un tessuto normativo favorevole a supportare investimenti nell'economia reale - il rilancio dei PIR tradizionali e l'approvazione delle disposizioni che danno il via ai PIR Alternativi (con riguardo ai quali l'auspicio è di poter constatare buoni risultati non appena saranno risolti alcuni punti critici in merito ai limiti di investimento), appare ora importante focalizzare l'attenzione sulle prospettive di ulteriore sviluppo. L'industria del risparmio



gestito coglie quindi l'occasione di questa indagine conoscitiva per presentare alcune proposte per far ripartire il Paese oltre che per evidenziare la necessità di alcuni ultimi aggiustamenti per far partire effettivamente in PIR Alternativi.

1. Premessa

1.1. La situazione dei PIR Tradizionali. Il 2020 segna il quarto anno di vita dei fondi PIR, importanti strumenti di sostegno al finanziamento dell'economia reale e fortemente sostenuti dall'impegno dell'Associazione. Dopo il successo di raccolta del biennio 2017-2018 (15 miliardi di euro), il 2019 è stato caratterizzato da una serie di interventi normativi in contrasto con la norma originaria del 2017, che hanno di fatto reso inaccessibile l'investimento nei fondi aperti PIR-compliant esistenti fino a quel momento, con il risultato che gli unici ad avere possibilità di investire sono stati i sottoscrittori di PIR del biennio precedente. La situazione creata ha comportato deflussi per circa 1 miliardo di euro.

L'auspicato intervento normativo del collegato fiscale alla legge di bilancio 2020 ha riavvicinato i vincoli di investimento a quelli della disciplina originaria del 2017 (in sintesi: 70% di strumenti emessi da emittenti italiani, di cui 25% da società non appartenenti all'indice FTSE MIB e 5% da società non appartenenti né al FTSE MIB né all'indice FTSE Italia Mid Cap) consentendo a partire dal 1° gennaio 2020 la riapertura delle sottoscrizioni.

Nel primo semestre del 2020 la raccolta dei fondi PIR-compliant si è attestata in territorio appena negativo (-175 milioni di euro), con il secondo trimestre che registra una raccolta positiva di circa 60 milioni, possibile indice di una ritrovata fiducia dopo il periodo di grande incertezza che ha caratterizzato l'inizio dell'epidemia legata al Covid-19.

A giugno 2020 i fondi PIR-compliant (tutti al momento PIR tradizionali) sono 72 per 16,8 miliardi di euro di masse in gestione e rappresentano circa il 2% del mercato italiano dei fondi aperti.

Con riferimento alla conformità dei PIR tradizionali ai vincoli introdotti a inizio 2020, al 30 giugno il limite del 70% è ampiamente superato: l'81% del portafoglio è investito in strumenti emessi da imprese italiane.

Per quanto riguarda i due sotto-limiti, quello del 25% è ampiamente superato con una percentuale del 50% e 5,9 miliardi di ammontare investito - il doppio rispetto al limite imposto dalla normativa. Anche il limite del 5% viene abbondantemente superato: 15% e 1,7 miliardi di investimenti in imprese appartenente allo Small Cap, all'AIM e relativi a imprese non quotate.

Scomponendo il totale di 16,8 miliardi, 7,7 miliardi sono azioni emesse da imprese italiane, 5,8 miliardi sono obbligazioni corporate Italia, 3,3 miliardi sono altri strumenti - prevalentemente cash e titoli di Stato italiani.

L'impatto dei PIR in termini di equity sul flottante dei singoli mercati azionari italiani è stato positivo: questi fondi detengono 3,2 miliardi del Mid Cap, che rappresentano il 10% del flottante totale (33 miliardi). Sulle Small Cap detengono 423 milioni su 5,3 miliardi, pari all'8%.

Il dato più interessante è sicuramente quello dell'AIM, il mercato delle PMI ad alto potenziale: 239 milioni su 2,1 miliardi, pari all'11%.



Dei 239 milioni investiti in AIM, circa il 70% sono investiti in aziende con meno di 250 dipendenti e fatturati costantemente in crescita a seguito della quotazione. L'azienda target quotata su AIM su cui investono i PIR tradizionali presenta i seguenti dati medi: 173 dipendenti e 49 milioni di euro, numeri in linea con la definizione europea di Pmi. Il 42% degli investimenti fa riferimento a imprese manifatturiere, il 17% a imprese operanti nel settore dei servizi finanziari (tra cui le SPAC), il 9% a imprese tecnologiche, il 7% a società *healthcare*.

Esiste una correlazione positiva tra il lancio dei PIR e le quotazioni su AIM sia in termini di numero che in termini di flussi nei quattro anni di vita di questi prodotti. Dal 2017 si sono registrate quasi 90 IPO per un totale di flussi raccolti di circa 3 miliardi, a testimonianza di un forte interesse delle PMI alla quotazione nel mercato delle società ad alto potenziale e una grossa mano ai flussi arrivati è giunta dai PIR tradizionali. I PIR hanno reso più liquido un mercato dalla liquidità ridotta e, in termini di quotazioni, ancora molto limitato, tant'è che nel 2016 le società quotate erano 75, mentre oggi sono 128 (giugno 2020).

L'Associazione è in grado di fornire, attraverso i dati raccolti nell'Osservatorio PIR, anche informazioni sul campione dei sottoscrittori di fondi PIR. A fine 2019 il numero dei sottoscrittori di fondi PIR aperti tradizionali è pari a 930 mila unità. Si tratta di un valore particolarmente elevato che supera di parecchio le previsioni governative (240 mila al termine dell'anno 2019) e che testimonia il notevole successo che questo prodotto ha riscosso presso un'importante fetta di risparmiatori italiani.

Il patrimonio mediamente detenuto è pari a 16.383 euro, valore che si colloca appena sopra la metà dell'importo massimo che è possibile investire in PIR ogni anno (30.000 euro). Dall'analisi della distribuzione degli importi detenuti emerge che oltre l'80% dei sottoscrittori di fondi PIR compliant ha investito fino a 30.000 euro e il 15% detiene importi compresi tra 30.000 e 60.000 euro. Il 3% degli investitori supera i 60.000 euro, sfruttando tutto il plafond disponibile maturato dopo tre anni di vita dei PIR.

1.2. PIR Alternativi. Il 2020 ha segnato anche l'esordio dei PIR alternativi, fortemente voluti dall'Associazione in risposta ai tentativi di costringere i PIR ordinari ad investire in segmenti di mercato più illiquidi non adatti alla loro natura.

Essi sono lo strumento ideale per finanziare progetti dell'economia reale, considerato che hanno come oggetto di investimento non solo strumenti finanziari emessi da imprese non quotate e imprese quotate di minori dimensioni, ma anche altre fonti di finanziamento alternative al canale bancario, quali la concessione di prestiti e l'acquisizione di crediti delle imprese medesime.

Si tratta, quindi, di investimenti "illiquidi", che richiedono tempi lunghi di realizzazione e che si caratterizzano per un alto livello di rischiosità.

Per questo motivo, i veicoli più adatti per la realizzazione dei PIR alternativi, nel caso di investimenti indiretti tramite fondi comuni, sono gli Eltif, i fondi alternativi, i fondi di *private equity* e i fondi di *private debt*, che non presentano i problemi di liquidità che caratterizzano i fondi aperti.



Il mercato interesse da parte degli operatori successivo al varo dello strumento si è già manifestato con le prime richieste di autorizzazione al lancio di questi prodotti, che dovrebbero registrare l'avvio della raccolta delle sottoscrizioni e delle attività di investimento entro la fine del 2020.

Tuttavia, non può non evidenziarsi come sia di fondamentale importanza per consentire il decollo dei nuovi prodotti e raggiungere l'obiettivo di sostenere le imprese di minori dimensione, vera spina dorsale del tessuto produttivo italiano, che in sede di interpretazione della nuova normativa, con riferimento in particolare alla verifica dei vincoli di investimento del portafoglio del fondo e al rispetto della dell' *holding period* di 5 anni da parte degli investitori, si tenga conto delle peculiarità dei predetti veicoli di investimento e della loro concreta realtà operativa.

Un importante passo in questa direzione è stato già fatto, a livello normativo, con l'art. 68 del decreto-legge 14 agosto 2020, n. 104 che ha innalzato da 150.000 euro a 300.000 euro il limite annuo delle risorse che possono destinare in un PIR alternativo. Tale modifica, infatti, tiene conto delle modalità di partecipazione ai veicoli di investimento in questione che richiedono in genere un consistente investimento iniziale e che spesso non consentono versamenti successivi.

2. Le proposte

2.1. Il rilancio della previdenza complementare. Un contributo importante al sostegno all'economia reale e alla crescita del Paese può essere indubbiamente fornito dai fondi pensione e, più in generale, dal sistema della previdenza complementare italiana.

Come sottolineato dal Presidente della COVIP nelle considerazioni finali sulla relazione per l'anno 2019, i fondi pensione sono depositari di un "capitale paziente" che guarda inevitabilmente al lungo periodo⁽¹⁾.

Il risparmio previdenziale raccolto dai fondi pensione e il conseguente orizzonte temporale di riferimento, colloca i fondi pensione tra gli investitori in grado di fornire un apporto al finanziamento a lungo termine dell'economia reale e al sostegno della crescita del Paese.

Da questo punto di vista è importante ricordare che, a fine 2019, l'insieme delle forme pensionistiche complementari presentavano un totale di risorse accumulate pari a 185,1 miliardi di euro. Nell'insieme, il valore degli investimenti dei fondi pensione nell'economia italiana (titoli emessi da soggetti residenti in Italia e immobili) è stato di 40,3 miliardi di euro, il 26,8 per cento del patrimonio⁽²⁾.

Per far in modo che l'impatto degli investimenti dei fondi pensione nell'economia italiana risulti ancor più significativo sarebbe necessario introdurre delle misure in grado di incentivare un aumento delle masse gestite dal sistema della previdenza complementare.

¹ Cfr. COVIP, Relazione per l'anno 2019, Considerazioni del Presidente. Roma 24 giugno 2020,

² Cfr. Relazione COVIP per l'anno 2019.



In particolare, sarebbe auspicabile avviare una revisione dei sistemi di agevolazione, soprattutto di carattere fiscale, con l'obiettivo di aumentare il numero delle adesioni e delle quote di contribuzione alle forme pensionistiche complementari.

Secondo i dati della COVIP, a fine 2019 il totale degli iscritti alla previdenza complementare era di 8,3 milioni, pari al 31,4 per cento delle forze di lavoro.

Un aumento delle adesioni e della contribuzione alle forme di previdenza complementare avrebbe effetti positivi sia in termini di miglioramento della copertura pensionistica per gli aderenti sia di maggior sostegno al finanziamento dell'economia reale, tenendo conto del carattere a lungo termine dei fondi pensione.

L'occasione per dare un nuovo slancio al sistema della previdenza complementare potrebbe essere rappresentata dall'attuazione del regolamento (UE) 2019/1238 con il quale sarà introdotto un nuovo prodotto pensionistico individuale ad adesione volontaria con caratteristiche armonizzate su base europea (PEPP), il quale sarà possibile proporre presumibilmente tra la fine del 2021 e l'inizio del 2022.

L'inserimento di questo nuovo prodotto di terzo pilastro richiederà l'avvio di una fase di adeguamento della normativa nazionale sulle forme pensionistiche complementari alle disposizioni del citato regolamento PEPP, offrendo in tal modo la preziosa opportunità di migliorare e rafforzare l'intero sistema di previdenza complementare almeno per quanto concerne gli aspetti di esclusiva competenza dei governi nazionali.

Occorre infatti sottolineare che il PEPP presenta alcuni elementi innovativi rispetto agli attuali fondi pensione italiani di secondo pilastro, soprattutto per quanto concerne la fase di erogazione delle prestazioni e la possibilità di considerare il *life-cycle* come un'opzione standard di investimento al pari della garanzia sul capitale.

Nello stesso tempo, si ravvisa l'opportunità di caratterizzare, ove possibile, il nuovo prodotto paneuropeo (PEPP) con alcuni aspetti tipici delle forme pensionistiche italiane come, ad esempio, il finanziamento tramite quote di TFR maturando.

Ciò detto, è necessario osservare che l'entrata sul mercato dei PEPP, le modifiche che potrà generare sull'attuale disciplina italiana e l'interesse che questo nuovo prodotto potrà suscitare sui potenziali aderenti, probabilmente non sarà sufficiente a far ripartire e rafforzare l'intero sistema di previdenza complementare italiana di secondo e terzo pilastro.

È quindi importante introdurre delle misure in grado di contribuire a dare un nuovo slancio alle forme di previdenza intervenendo, in modo particolare, sul regime fiscale e sulle modalità di erogazione delle prestazioni e avviando delle iniziative volte a rilanciare le adesioni ai fondi pensione.

Per quanto concerne il regime fiscale, l'Associazione auspica che si possa superare la penalizzazione che attualmente colpisce le forme pensionistiche complementari italiane.

Come noto, l'attuale regime di tassazione prevede l'esenzione parziale nella fase di contribuzione, la tassazione per maturazione in misura quasi piena dei rendimenti nella fase di accumulazione e la tassazione ridotta nella fase di erogazione delle prestazioni (modello ETt).



La scelta del legislatore italiano di concentrare il prelievo fiscale sui rendimenti, peraltro mediante un regime di tassazione per maturazione, comporta una serie di criticità.

Innanzitutto, il modello ETt crea uno svantaggio competitivo per le forme pensionistiche complementari italiane nella fase di accumulazione rispetto a quelle estere di Stati membri dell'Unione Europea, per le quali il regime di tassazione più diffuso è basato sul modello EET (ossia esenzione nelle fasi di contribuzione e di accumulazione, tassazione nella fase di erogazione).

In particolare, il modello EET è ritenuto maggiormente incentivante per gli aderenti, i quali possono godere nell'immediato dell'esenzione delle somme destinate al risparmio previdenziale, rispetto al modello ETt italiano, caratterizzato da un maggior "rischio politico" circa possibili modifiche normative che potrebbero incidere sul regime di favore previsto per la fase di erogazione.

Inoltre, il regime di tassazione per maturazione dei rendimenti comporta le stesse problematiche operative che erano state evidenziate con riguardo ai fondi di investimento italiani prima della riforma fiscale del 2011.

Più in dettaglio, in caso di andamento positivo dei mercati le forme di previdenza complementare italiane possono disporre di minori somme da investire rispetto alle omologhe forme estere, dovendo destinare parte della liquidità per il pagamento dell'imposta sostitutiva annuale (20 per cento) sul risultato di gestione maturato. Di conseguenza, le suddette forme possono conseguire rendimenti inferiori rispetto alle omologhe forme estere.

Una penalizzazione è, inoltre, ravvisabile in situazioni di andamento negativo dei mercati, come quelle verificatesi negli ultimi anni, in cui le forme pensionistiche italiane hanno accumulato ingenti importi di risparmio d'imposta, derivanti dalla valorizzazione nell'attivo dei risultati di gestione negativi, che, come noto, costituiscono attività illiquide e, quindi, non destinabili all'investimento.

Una revisione del regime fiscale, superando le suddette criticità mediante il passaggio dal modello ETt al modello di tassazione EET, potrebbe quindi avere come effetto quello di favorire una migliore diffusione di tutti i prodotti della previdenza complementare.

Una ulteriore proposta per far nascere un rinnovato interesse nei fondi pensione, da parte dei potenziali aderenti, potrebbe essere quella di consentire il riscatto dell'intero montante accumulato in forma di capitale, eventualmente applicando una tassazione più elevata rispetto a quella prevista per la rendita.

A oggi la regola generale, al netto di talune eccezioni, prevede che gli iscritti ai fondi pensione possano riscattare la propria posizione, una volta acquisiti i necessari diritti, soltanto fino ad un massimo del 50 per cento in forma di capitale. La restante parte deve essere, infatti, erogata in forma di rendita.

Come già anticipato in precedenza, una revisione delle modalità di erogazione delle prestazioni delle forme pensionistiche complementari disciplinate dal d.lgs. n. 252/2005 potrebbe essere introdotta proprio in occasione dell'attuazione del regolamento PEPP.

Quest'ultimo infatti non esclude che l'aderente possa riscattare tutto il montante accumulato nel PEPP in forma di capitale: agli Stati membri è tuttavia rimessa la scelta di



incoraggiare l'utilizzo di alcune forme di erogazione, in linea con il carattere pensionistico del prodotto.

Nell'attuare il regolamento PEPP il legislatore potrebbe, quindi, decidere di modificare il d.lgs. 252/2005 al fine di stabilire che le prestazioni delle attuali forme di previdenza complementare e dei PEPP possano essere erogate in forma di capitale fino al 100 per cento del montante accumulato, prevedendo un eventuale regime di tassazione meno favorevole rispetto a quello della rendita.

Da ultimo, riteniamo che potrebbe essere utile se il Ministero dell'economia e delle finanze e il Ministero del lavoro decidessero di avviare un tavolo di confronto con la COVIP e le Associazioni di categoria volto a predisporre una nuova campagna di adesione ai fondi pensione con un semestre di silenzio-assenso, al pari di quanto già sperimentato nel 2007.

In particolare, si potrebbero avviare delle iniziative di carattere informativo per portare all'attenzione di tutti i potenziali aderenti i vantaggi offerti dai fondi pensione, al termine delle quali richiedere ai lavoratori che non hanno ancora aderito ai fondi pensione di rivedere la propria scelta in merito alla destinazione del TFR.

2.2. Attrazione dei capitali e ruolo degli investitori istituzionali nel sistema di corporate governance. Un punto di vanto del nostro ordinamento è senz'altro il sistema di corporate governance, che si basa, dal punto di vista della regolamentazione, sulla promozione di una sinergica e bilanciata ripartizione delle prerogative di tutti gli attori che esercitano un ruolo nel governo societario degli emittenti e, dal punto di vista dell'autoregolamentazione, sui pilastri rappresentati dal voto di lista, dal Codice di Corporate Governance e dal Codice di Stewardship. Tale sistema, che favorisce la corretta interazione tra società e azionisti tutti, in quanto primario strumento per il buon funzionamento del mercato dei capitali, riconosce quale presidio fondamentale la tutela delle minoranze azionarie, che vengono poste al centro di un'architettura che funge da necessario sostegno per favorire l'attrazione di capitali nelle aziende quotate.

La nostra Associazione ha accolto fin dal 1996 l'invito dell'allora Direttore generale del Tesoro Mario Draghi e ha offerto il suo contributo per l'attuazione all'istituto del voto di lista, anche in linea con la *trend* internazionale³). Per il tramite del Comitato dei gestori, gli investitori istituzionali italiani – e gradualmente anche esteri – si sono impegnati nel dare attuazione del sistema del voto di lista, esercitando un *engagement* con gli emittenti quotati partecipati, che nel tempo è diventato sempre più maturo, in linea con la diffusione a livello mondiale delle pratiche di Stewardship⁴).

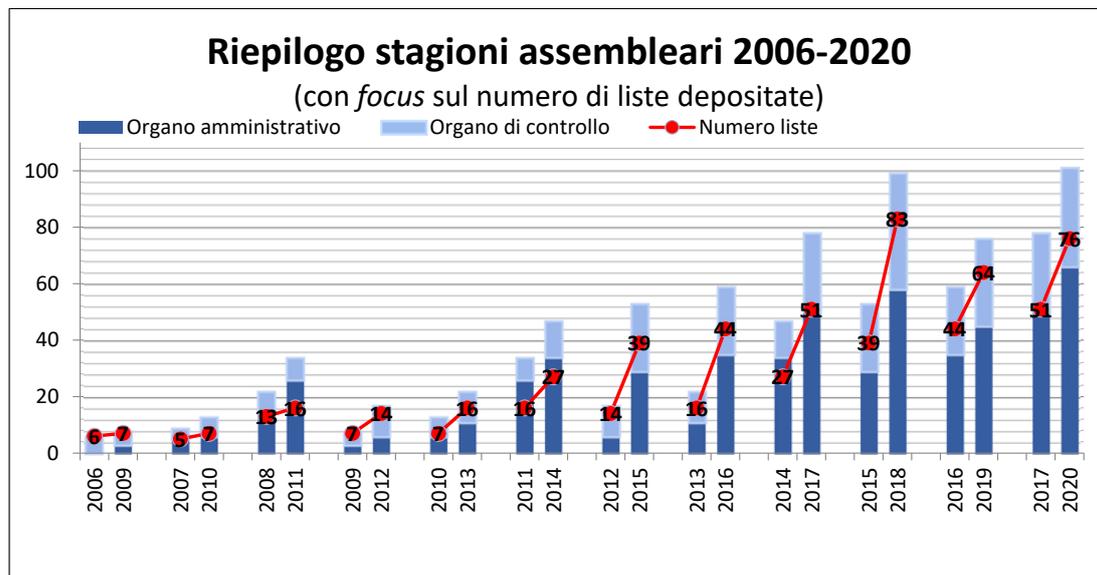
³ Solo qualche anno prima, nel 1991, Ronald Gilson e al. pubblicavano un articolo intitolato "How the Proxy Rules Discourage Constructive Engagement: Regulatory Barriers to Electing a Minority of Directors", in cui asserivano che "expert minority board representation is one method by which institutional investors [...] can institutionalize the constructive engagement". Così come nel 1992, una modifica legislativa ad hoc introduceva negli Stati Uniti la c.d. short slate rule, un meccanismo che permetteva agli azionisti che volessero presentare delle candidature per l'elezione nel board, senza puntarne alla maggioranza, di includere nella loro proxy card anche i nominativi a loro graditi proposti dagli incumbent. Tale istituto è tuttora in vigore e a esso si affianca la crescente adozione volontaria, da parte delle società americane, del c.d. proxy access. Tale istituto, attraverso apposita disposizione statutaria, permette agli azionisti/gruppi di azionisti che rispettino alcuni requisiti di presentare propri candidati per l'elezione nel board, riservando loro una parte dei posti disponibili.

⁴ L'adozione, da parte di Assogestioni, fin da 2013 dei Principi italiani di Stewardship ha portato l'Italia a essere tra i primi Paesi al mondo con un proprio codice contenente *best practice* di alto livello volte a stimolare il confronto e la collaborazione tra le società di gestione e gli emittenti quotati in cui esse investono. I Principi italiani di Stewardship sono stati poi



Gli amministratori indipendenti e sindaci eletti per il tramite del Comitato dei gestori esercitano un costante monitoraggio delle dinamiche interne alle società e hanno un dialogo e un confronto diretto nell'ambito degli organi sociali di cui sono componenti. Inoltre, rappresentano un canale privilegiato, nel caso le circostanze richiedano un intervento attivo in una società partecipata, per trasmettere il punto di vista degli investitori al management. Il voto di lista, quindi, consentendo agli investitori istituzionali la presentazione di candidati per l'elezione di componenti di minoranza indipendenti degli organi sociali degli emittenti quotati partecipati, è a tutti gli effetti una modalità di esercizio dell'attività di *engagement* continuativo e costruttivo con gli emittenti partecipati.

A oggi sono in carica circa 250 (di cui 101 donne, pari circa il 41% del totale) gli eletti dal Comitato dei gestori in circa 100 società quotate italiane (30 FTSE Mib, 44 MID Cap, 18 SMALL Cap, 5 AIM). Il crescente impegno dei gestori italiani da una parte e la crescente partecipazione degli investitori istituzionali è ben visibile attraverso il grafico di seguito che rappresenta il trend crescente dal 2006 (prima stagione assembleare in cui, a seguito dell'entrata in vigore della Legge sul Risparmio, il voto di lista è diventato obbligatorio per tutte le società quotate).



Ciò nonostante, è evidente come le ridotte dimensioni e la scarsa capitalizzazione del mercato italiano nonché una ancora poco espressa capacità attrattiva per le PMI che rappresentano una parte importante del tessuto produttivo del Paese, rendano necessario continuare a perseguire l'obiettivo di attrarre capitali dall'estero e capitali privati nei

implementati nel 2015 con una serie di raccomandazioni che indicano i comportamenti tipicamente necessari per realizzare gli obiettivi dei Principi stessi, tenendo conto delle specificità del sistema italiano.



mercati pubblici, obiettivo fondamentale e condiviso da Assogestioni, in linea con la sua missione e con le iniziative anche da ultimo promosse (come i PIR e i PIR Alternativi).

Le recenti vicende relative al trasferimento in particolari ordinamenti stranieri di alcune delle più rilevanti aziende del Paese hanno evidenziato la necessità di evitare fughe di capitali dal nostro mercato e di difendere i complessi produttivi nazionali. Sul punto, ci preme tuttavia sottolineare come il nostro ordinamento già prevede, dal 2014, adeguati istituti (c.d. *control enhancing mechanism*) che, pur allontanandosi dal principio *one share-one vote* nonostante le resistenze degli investitori istituzionali italiani e internazionali, consentono, alle società non quotate, di introdurre negli statuti azioni con diritto di voto plurimo fino a un massimo di tre voti e, alle società quotate, la possibilità di mantenere eventuali azioni a voto plurimo emesse prima della quotazione nonché di prevedere il voto "maggiorato" a favore di azionisti che posseggono azioni della società per un determinato periodo di tempo.

Nonostante la presunta astratta attrattività per le società caratterizzate da dimensioni medio-piccole di poter usufruire di ulteriori *control enhancing mechanism*, per la più probabile presenza di un socio di controllo forte, che potrebbe beneficiare dell'assegnazione di diritti di voto non proporzionali, non vanno sottovalutati i rischi sottesi all'attribuzione di determinate prerogative che potrebbero incidere pesantemente sugli equilibri dei rapporti tra maggioranze e minoranze. Un utilizzo distortivo dei diritti derivanti dal controllo da parte delle prime potrebbe sgretolare le tutele a garanzia delle seconde, intaccando l'equilibrato sistema che tanto contribuisce alla prosperità delle relazioni tra gli operatori e si pone alla base della fiducia nei mercati. Proprio di recente si è assistito a casi in cui, perché non posti in essere chiari ed efficaci meccanismi a tutela delle minoranze azionarie, le società si siano ritrovate in balia dell'esercizio abusivo dei diritti da parte del socio di controllo. Il riferimento corre alle vicende che hanno caratterizzato l'OPA da parte dell'azionista SolarEdge sulla società dell'AIM5 S.M.R.E. 6 che ne ha portato al delisting.

Desideriamo, pertanto, richiamare l'attenzione sulla necessità di garantire un corretto funzionamento del mercato AIM, contemperando le esigenze di snellimento in favore di una prima apertura del capitale agli investitori con le necessità di tutela di questi ultimi (anche alla luce della notevole crescita delle masse gestite investite in tale mercato che fa seguito al rilancio dei PIR e al lancio dei PIR Alternativi).

L'Associazione intende, senz'altro, continuare a fare la sua parte e contribuire all'individuazione di adeguate misure volte a rendere il nostro mercato più attraente per i capitali, e che, al tempo stesso, continuino ad assicurare la più corretta interazione tra

⁵ Vale ricordare che l'AIM è sistema multilaterale di negoziazione, e non un mercato regolamentato: rispetto alla quotazione sull'MTA, presenta meno oneri e una notevole velocizzazione del processo di ammissione al mercato, con consistenti risparmi a livello gestionale per le società. Non esiste tuttavia vigilanza da parte di un'autorità pubblica di controllo, salvo in tema di abusi di mercato.

⁶ L'operazione strutturata *ad hoc* ha costretto infatti gli investitori istituzionali (rappresentativi di una quota significativa di oltre il 10% del capitale della società) ad aderire a un'offerta i cui termini non rappresentavano in maniera congrua il valore delle partecipazioni - come evidenziato dalle raccomandazioni del Panel di Borsa Italiana (tuttavia privo di poteri coercitivi), specificamente interpellato sul punto -, in quanto si sarebbe proceduto comunque (aggirando le norme che prevedono la soglia minima del 90 per cento dei voti) al *delisting* della società attraverso la fusione per incorporazione in una società non quotata con applicazione delle normali maggioranze di legge (nonostante il costante orientamento contrario di Borsa Italiana). A esito della delibera di fusione non sarebbe, infatti, stato assegnato in automatico il diritto di recesso per i soci non favorevoli all'operazione: gli investitori istituzionali avrebbero pertanto corso il rischio di rimanere investiti in titoli illiquidi, incorrendo possibilmente altresì in significative violazioni delle regole applicabili.



società, azionista di controllo e minoranze azionarie che caratterizza il tratto più marcato del buon funzionamento del nostro sistema.

2.3. CMU e ruolo attivo dell'Italia

La costruzione dell'Unione dei mercati dei capitali è una responsabilità condivisa che richiede la partecipazione attiva anche dell'Italia, finalizzata ad assumere una maggiore centralità propositiva e decisionale.

E' nostra convinzione che ci sia un ampio spazio per un'azione di concerto tra le istituzioni italiane e l'industria del risparmio gestito, capace di raggiungere una capacità di influenza del processo regolamentare europeo che sia alla pari di quelli degli altri grandi Paesi. Oggi l'Italia non ha la stessa capacità di incidere sul processo regolamentare finanziario che hanno Francia e Germania. Per questo motivo, risulta essenziale introdurre sforzi a livello istituzionale volti a rappresentare più compiutamente gli interessi italiani a livello europeo.

In questo contesto e nella prospettiva dell'industria che rappresentiamo, due sono almeno i profili sui quali occorrerebbe concentrare i suddetti sforzi: una revisione unitaria della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio; una maggiore modulazione della disciplina MiFID in tema di *investor protection*.

2.3.1 Introduzione di una disciplina unitaria sulla gestione collettiva del risparmio.

Tra i presupposti - ma anche tra gli obiettivi - della Capital Market Union 2.0 rientra l'istituzione di un codice unico di norme che possa sistematizzare le numerose riforme che negli ultimi anni sono state effettuate nella disciplina dei mercati finanziari. In tale contesto, la riorganizzazione della disciplina europea sulla gestione collettiva del risparmio dovrebbe costituire un passaggio fondamentale per contribuire alla creazione della CMU e per salvaguardare la competitività del settore del risparmio gestito.

I fondi comuni d'investimento hanno infatti un ruolo strategico nella realizzazione della CMU, che si estrinseca non solo nella capacità di assicurare alle PMI l'accesso a fonti di finanziamento alternative al capitale bancario, ma anche attraverso l'offerta di un più ampio spettro di prodotti che consente agli investitori una migliore allocazione dei propri risparmi sull'orizzonte temporale preferito.

È noto che storicamente i mercati europei dei fondi comuni d'investimento sono stati dominati dai prodotti che operano nel quadro della UCITS, la quale si caratterizza per essere una disciplina incentrata essenzialmente sul prodotto. Con la direttiva sui fondi alternativi (AIFMD) l'approccio normativo è mutato radicalmente: non più una prospettiva che guarda all'oggetto d'investimento (il fondo), bensì una visuale che si orienta al soggetto (ossia il gestore dei fondi alternativi, perché appunto non rientranti nell'ambito di applicazione della UCITS).

Questa impostazione non ha impedito al legislatore europeo di avvertire l'esigenza di un mercato unico europeo anche per i fondi d'investimento alternativi "specializzati". In tale filone si inseriscono i regolamenti comunitari concernenti i fondi europei per il venture capital (Euveca), i fondi europei per l'imprenditoria sociale (Eusef), i fondi di investimento europei a lungo termine (Eltif) e i fondi di mercato monetario.



In tale contesto, il legislatore europeo ha peraltro focalizzato l'attenzione sulla disciplina della prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio e, quindi, sul "processo", dettando regole per il gestore (sia di Fondi di investimento alternativi – FIA che di UCITS) in linea con quelle previste dalla MiFID per gli intermediari che prestano servizi d'investimento.

Ne discende un quadro complesso e stratificato nel tempo all'interno del quale si delineano i contorni del disegno sottostante di politica legislativa, e cioè sia l'esigenza di porre un freno ai rischi che con la crisi si sono manifestati sui mercati internazionali sia lo scopo di ampliare la funzione economica degli organismi di investimento collettivo oltre l'obiettivo di una efficiente allocazione delle risorse all'interno dei singoli mercati domestici, al fine di offrire un contributo alla crescita, all'innovazione e alla stabilità del mercato unico europeo.

La revisione della direttiva AIFMD, sulla quale la Commissione europea ha già avviato i lavori, potrebbe costituire l'occasione per una sistematizzazione della disciplina europea del risparmio gestito, la quale, nel tener conto del "nuovo" contesto di riferimento, si basi almeno sui seguenti pilastri: (i) definizione di un corpo unico di norme dedicato alla disciplina del servizio di gestione collettiva del risparmio che, nel dettare i principi generali della disciplina relativi ai soggetti del rapporto (gestore, depositario e investitore) e al prodotto, demandi alla disciplina europea di secondo livello la definizione della relativa regolamentazione di dettaglio (sul modello di quanto attualmente previsto nel nostro Testo Unico della Finanza); (ii) definizione della disciplina secondaria di attuazione (adeguatamente calibrata a seconda che riguardi la gestione di UCITS o di FIA).

Queste le proposte di Assogestioni volte a concepire, sviluppare e implementare una visione progettuale sulla Cmu. Un lavoro tanto ambizioso quanto obbligatorio per attivare quel surplus di energia, determinazione e intraprendenza che è oggi necessario per rafforzare il mercato europeo del risparmio gestito.

2.3.2 Introduzione di misure per facilitare l'accesso degli investitori retail ai mercati dei capitali. Assogestioni ha da sempre supportato gli obiettivi generali del quadro normativo MiFID II/MiFIR. Alla luce di ciò, l'Associazione ritiene che la disciplina complessivamente funzioni e, pertanto, che debba essere rivista soltanto in relazione ad alcuni particolari aspetti, soprattutto per meglio modularla con riferimento alla tipologia dei prodotti, dei servizi e alla tipologia dei clienti. La disciplina di secondo livello della MiFID II, nel definire le disposizioni di attuazione ha, di fatto, frustrato la possibilità di modulare la disciplina generale, impedendo di adattarla alle diverse situazioni concrete nella maniera più efficiente ed efficace.

Secondo Assogestioni, l'accesso al mercato dei capitali da parte degli investitori *retail* richiede più flessibilità.

In questa prospettiva, da un lato, vi è l'esigenza di ridefinire la categoria esistente dei clienti professionali sia di diritto sia su richiesta, ampliando i requisiti oggettivi di qualificazione dei primi e, per i secondi, i requisiti di valutazione da parte degli intermediari. Al tempo stesso, dovrebbe considerarsi l'introduzione di una nuova categoria di clienti semi-professionali, sottratta a una valutazione preventiva dell'intermediario e volta unicamente a consentire l'accesso a prodotti finanziari riservati agli investitori professionali



(similmente a quanto fatto dal legislatore europeo per i fondi Euveca, Eusef ed Eltif e, a livello nazionale, per i FIA riservati).

Occorrerebbe inoltre incrementare l'accessibilità dei prodotti non complessi ai clienti al dettaglio, attraverso una revisione della disciplina in tema di *product governance*, prevedendone una sua disapplicazione o, in alternativa, una sua "forte" semplificazione. E infatti, se la finalità della disciplina della *product governance* è quella di ridurre i casi di "mis-selling" - ovvero gli investimenti rivelatisi del tutto inadeguati al cliente che li ha realizzati, perché non conformi alla sua propensione al rischio o agli obiettivi di investimento - tali rischi evidentemente non sussistono nell'ipotesi di prodotti non complessi i quali risultano di per sé strutturalmente adatti a una clientela al dettaglio. L'esigenza di applicare la disciplina in tema di *product governance* non può, dunque, che giustificarsi con riguardo alla sola categoria dei prodotti complessi. Peraltro, è lo stesso concetto di complessità che, dipendendo da diversi fattori, necessita di essere considerato, sia in una fase di ideazione che di distribuzione, al fine di calare il prodotto sul "migliore interesse" per il cliente finale.

In conclusione, l'Associazione, nell'offrire fin da ora il proprio contributo alla loro realizzazione, sostiene l'importanza di: i) una revisione del sistema di previdenza italiano - il cui impianto è solido ma ormai datato - e, in particolare, del secondo e del terzo pilastro in occasione dell'implementazione dei PEPPs, al fine di garantire una migliore allocazione delle risorse delle famiglie italiane e valorizzare le opportunità di un settore ancora poco sviluppato rispetto agli altri paesi; ii) mantenere un elevato livello di attrattività del nostro mercato, anche attraverso la difesa di un *corpus* normativo (e autoregolamentare) che si caratterizza per una sinergica e bilanciata ripartizione delle prerogative di tutti gli attori che esercitano un ruolo nel governo societario degli emittenti; iii) cogliere le opportunità provenienti dalle diverse occasioni di aggiornamento e revisione della regolamentazione finanziaria europea e valorizzare l'alto potenziale di azioni di concerto tra le istituzioni italiane e l'industria del risparmio gestito per influenzare costruttivamente il processo decisionale europeo.

Nel ringraziare ancora per l'opportunità offertaci, rimaniamo a disposizione per eventuali ulteriori approfondimenti.

ALLEGATO 2



CAMERA DEI DEPUTATI
VI COMMISSIONE FINANZE

*Indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della
crescita economica*

1

Intervento del Presidente di ANASF

Luigi Conte

9 settembre 2020



1. L'Associazione.

ANASF è l'associazione rappresentativa dei consulenti finanziari iscritti all'Albo unico nazionale, previsto dall'articolo 31 del Testo Unico della Finanza (d.lgs. n. 58/1998). L'Associazione, fondata nel 1977, conta oggi oltre 12.300 iscritti e svolge un'azione di rappresentanza della categoria dialogando con le istituzioni e le autorità di riferimento, in ambito sia europeo che nazionale, su tutti gli aspetti riguardanti la regolazione dell'attività di consulenza finanziaria e dei servizi di investimento. ANASF partecipa inoltre attivamente e con propri rappresentanti a OCF, l'Organismo di vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari. Da oltre quindici anni l'Associazione aderisce a Fecif, la Federazione europea dei consulenti e intermediari finanziari che promuove il settore della consulenza finanziaria in ambito UE e favorisce la comunicazione e gli scambi tra le diverse nazioni dell'industria europea dei servizi finanziari. ANASF è inoltre socia dal 2011 del Forum per la Finanza Sostenibile (FFS), un'organizzazione multi-stakeholder, di cui fanno parte gli operatori del mondo finanziario ed altri soggetti interessati dagli effetti ambientali e sociali dell'attività finanziaria, la cui missione è promuovere l'integrazione di criteri ambientali, sociali e di *governance* nelle politiche e nei processi di investimento.

L'indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica, deliberata dalla Commissione Finanze, rappresenta un'iniziativa di profondo interesse per l'Associazione, da sempre impegnata nello studio delle tematiche legate allo sviluppo della tecnologia finanziaria e alla promozione, nel rapporto tra consulente e risparmiatore, di strumenti che consentano di veicolare il risparmio privato verso l'economia reale, con particolare riferimento alle piccole e medie imprese italiane.

In virtù di tale impegno, ANASF desidera contribuire all'indagine conoscitiva della Vostra Commissione, svolgendo le seguenti considerazioni.



2. L'attività del consulente finanziario e il contesto di riferimento.

Attualmente risultano iscritti all'Albo unico nazionale tenuto da OCF oltre 52.500 consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede. Tra questi, sono 33.800 gli attivi, ossia gli iscritti che operano effettivamente in qualità di agente, dipendente o mandatario di un intermediario finanziario autorizzato (imprese di investimento, banche, società di gestione del risparmio e società di investimento).

Secondo i dati recentemente diffusi da Assoreti, oltre 4,5 milioni di clienti primi intestatari di contratti affidano i propri risparmi ai consulenti finanziari. Confermando il *trend* positivo degli ultimi anni, nel 2019 le realtà attive nell'offerta fuori sede di servizi e strumenti finanziari hanno realizzato una raccolta netta complessiva pari a 34,9 miliardi di euro, destinando più della metà delle risorse ai prodotti del risparmio gestito. Nonostante il difficile periodo dovuto alla crisi epidemiologica Covid-19 anche il bilancio dei primi sei mesi del 2020 è stato positivo per il sistema delle reti di consulenti finanziari con una raccolta pari a 22,4 miliardi di euro, con un incremento del 30,4% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Il sistema delle reti di consulenti finanziari ha confermato anche in questa fase emergenziale la propria capacità di assistere i risparmiatori attraverso la diversificazione degli investimenti e il contenimento dei rischi e sostenendo al contempo l'industria del risparmio gestito, differenziandosi da quanto avvenuto in altri canali nei quali si è registrato un forte aumento della liquidità sui depositi e sui conti correnti.

A fine giugno del 2020 il patrimonio affidato alle reti di consulenti finanziari era pari a 614,6 miliardi di euro. La raccolta netta realizzata nel trimestre aprile- giugno 2020 (10,8 miliardi) e le performance dei prodotti che compongono il portafoglio dei clienti delle reti hanno determinato una crescita del 7,7% rispetto alla valorizzazione di fine marzo, riportando il patrimonio complessivo pressoché ai livelli massimi di dicembre 2019 (619,8 miliardi). La crescita ha coinvolto sia la componente di portafoglio investita



in prodotti del risparmio gestito, sia la componente amministrata. Questi dati dimostrano che, dopo aver superato le fasi più acute della crisi finanziaria e della crisi di debito sovrano che hanno duramente colpito il nostro Paese tra il 2008 e il 2011, i consulenti finanziari stanno reagendo in modo positivo anche a questa ulteriore crisi dovuta all'esplosione della pandemia. La professione del consulente finanziario ha saputo realizzare un proprio percorso di crescita, i cui risultati emergono con particolare evidenza se posti al confronto con le difficoltà che, al contrario, oggi condizionano il sistema bancario tradizionale.

La specificità della professione del consulente finanziario è efficacemente esemplificata dal dato secondo cui, secondo gli ultimi dati disponibili di giugno, il 70% del patrimonio affidato al settore è investito in prodotti del risparmio gestito: fondi comuni di investimento e Sicav (società di investimento a capitale variabile), gestioni patrimoniali individuali, prodotti assicurativi e previdenziali. L'orientamento storicamente dimostrato verso il risparmio gestito è sua volta un chiaro indice degli standard propri dell'attività dei consulenti finanziari, le cui caratteristiche distintive si fondano sulla professionalità e sulla personalizzazione del rapporto fiduciario con la clientela e, dunque, sulla capacità di proporre un servizio che, prediligendo soluzioni di investimento di medio-lungo periodo, viene sviluppato nel tempo considerando le esigenze e gli obiettivi del singolo risparmiatore. Come tale, l'attività del consulente finanziario non è condizionata dai vincoli che interessano invece l'operatività degli istituti di credito. Negli ultimi anni il nostro modello è anzi divenuto un *benchmark* per il sistema bancario tradizionale che, come noto, è alla ricerca di nuove soluzioni organizzative per risolvere le criticità strutturali che da tempo ormai lo affliggono. Tale circostanza è in particolare confermata dall'elevato numero di dipendenti di banca migrati negli ultimi anni all'Albo unico dei consulenti finanziari.

Guardando all'evoluzione della professione del consulente finanziario in una prospettiva storica, la costituzione dell'Albo e la previsione di specifici requisiti per



l'iscrizione hanno contribuito alla professionalizzazione della nostra attività e, al contempo, hanno portato al rafforzamento dei presidi di tutela dei risparmiatori. L'efficacia del modello è dimostrata anche dal numero particolarmente contenuto di consulenti finanziari destinatari di provvedimenti cautelari e sanzionatori irrogati dall'Autorità di vigilanza, pari a soltanto lo 0,2% degli iscritti all'Albo secondo gli ultimi dati ufficiali riferiti al 2019.

L'attuazione della direttiva MiFID e della MiFID II nell'ordinamento italiano ha portato a una significativa evoluzione per la nostra professione. L'attività di consulenza, definitivamente inclusa nel novero dei servizi di investimento riservati ai soggetti abilitati, è ora legata a doppio filo al concetto di personalizzazione dei consigli di investimento (*suitability rule*) e inserita in un quadro di specifici obblighi di informativa, di condotta e di organizzazione ascrivibili al generale dovere di agire nell'interesse degli investitori. A questa evoluzione del quadro giuridico si è accompagnata, come ricordato, la crescente attenzione dimostrata dal nostro settore verso l'attività di consulenza, le cui caratteristiche fondamentali sono rappresentate dalla personalizzazione del servizio e dalla relazione di fiducia che il singolo consulente finanziario instaura e mantiene nel tempo con i risparmiatori, quali condizioni necessarie per favorire una corretta pianificazione finanziaria e la conseguente assunzione di scelte di investimento informate e consapevoli. Gli effetti dell'emergenza sanitaria che stiamo vivendo hanno fatto ulteriormente emergere l'importanza del ruolo dei consulenti finanziari nelle decisioni di investimento dei risparmiatori. I consulenti finanziari hanno infatti individuato nuove strategie di investimento nell'ambito della pianificazione finanziaria, in modo da individuare ambiti di investimento in grado di contenere i rischi causati da incertezza e volatilità dei mercati.

5



3. Prospettive di evoluzione della professione.

Nell'attuale scenario di mercato risulta possibile identificare alcune tendenze evolutive che saranno destinate a incidere in misura significativa sulle caratteristiche del nostro settore e, più in generale, dell'intero sistema finanziario. Un primo fattore di cambiamento è rappresentato dalla crescente complessità dei fenomeni macroeconomici, in un contesto in cui l'incertezza e l'eccezionalità riferite alle politiche dell'Unione europea e dei governi nazionali, acuitizzate dall'emergenza sanitaria, paiono destinate a rappresentare il nuovo paradigma di riferimento. Un altro elemento di trasformazione è legato all'impatto della digitalizzazione sul sistema finanziario, fenomeno rispetto al quale si pone l'esigenza di un'attenta valutazione dei benefici e dei rischi che possono riguardare, da un lato, le istituzioni finanziarie e, dall'altro, gli utenti dei servizi *online*. Un terzo *driver* di cambiamento è dato dall'ampliarsi delle soluzioni offerte dagli intermediari finanziari alla propria clientela, con la conseguente necessità di individuare modalità di comunicazione efficaci e trasparenti nei confronti del pubblico dei risparmiatori.

6

I fenomeni appena menzionati rappresentano per il nostro settore altrettante sfide, rispetto alle quali sono formulabili varie proposte, tra loro complementari. Un primo strumento, pensato per rafforzare le forme di tutela dei risparmiatori, è certamente rappresentato dalle iniziative di educazione finanziaria. L'utilità di tali iniziative emerge in relazione alla possibilità di stimolare la capacità del singolo cittadino di orientarsi nell'ambito dell'offerta di servizi finanziari, alla ricerca delle soluzioni meglio rispondenti alle proprie caratteristiche ed esigenze. In una prospettiva di ampio respiro, l'educazione finanziaria è interpretabile come un processo che, a partire dagli anni della scuola, accompagna il cittadino nelle varie fasi del proprio ciclo di vita: si pensi, ad esempio, all'importanza che una corretta pianificazione finanziaria riveste nel caso di decisioni fondamentali quali l'acquisto della casa e la scelta del momento del



pensionamento. Queste considerazioni rendono evidente l'importanza delle iniziative di alfabetizzazione finanziaria rivolte agli studenti delle scuole italiane, rispetto alle quali ANASF desidera segnalare l'esperienza maturata grazie al progetto economic@mente® - METTI IN CONTO IL TUO FUTURO, un'iniziativa rivolta agli studenti del terzo, quarto e quinto anno delle scuole secondarie di secondo grado. Il progetto, sviluppato a partire dal 2009 in collaborazione con la società PROGeTICA, intende fornire agli studenti una serie di conoscenze in materia di risparmio spiegando, attraverso le loro esperienze, come utilizzare in modo efficace le risorse di cui disporranno nelle varie fasi del loro percorso di vita, sulla base di un approccio finalizzato all'acquisizione di competenze di cittadinanza attiva. L'Associazione nel 2019 ha altresì realizzato un progetto di educazione finanziaria rivolto agli adulti "Pianifica la mente - METTI IN CONTO I TUOI SOGNI, avvalendosi delle conoscenze e delle competenze maturate dai consulenti finanziari nella loro attività quotidiana di vicinanza ai risparmiatori.

7

Considerando l'esperienza del singolo cittadino, è proprio attraverso la consulenza, in quanto attività che non può prescindere dalla conoscenza del risparmiatore e dal dialogo con lo stesso, che la nostra categoria svolge una concreta opera di educazione finanziaria, in un contesto economico che, come accennato, si caratterizza per un crescente grado di incertezza e complessità. Proprio in ragione della particolare relazione che lega il consulente finanziario al risparmiatore, possiamo allora affermare che la nostra professione, nel suo caratterizzarsi quale attività economica si contraddistingue *anche* per il proprio ruolo sociale, da ricollegarsi alle necessità di tutela e di sviluppo di quel bene fondamentale, costituzionalmente riconosciuto, che è il risparmio dei cittadini.

Passando alla disamina dell'impatto dell'innovazione tecnologia sull'offerta di servizi finanziari, appaiono oggi evidenti le potenzialità che si prospettano per gli operatori del settore e per gli investitori. La digitalizzazione della documentazione contrattuale e dei servizi di base a maggior contenuto esecutivo – quali, ad esempio, gli



strumenti di pagamento – rappresenta certamente una fonte di possibili vantaggi, in quanto consente di semplificare le relazioni con la clientela, di ridurre i costi operativi e, soprattutto, di dedicare maggiori risorse alle attività che rivestono un maggior valore per gli investitori e che contraddistinguono in maniera più specifica la professione del consulente finanziario: si pensi, in particolare, alle attività di pianificazione finanziaria e di *asset allocation*, alla formulazione delle singole raccomandazioni di investimento, nonché al monitoraggio periodico della composizione di portafoglio. Se questi sono i potenziali vantaggi, è d'altro canto necessario riconoscere anche i rischi derivanti dall'applicazione dell'innovazione tecnologica ai servizi finanziari, rischi che risultano riferibili non tanto alla digitalizzazione di documentazione e procedure operative ma, piuttosto, alla distribuzione *online* di servizi e prodotti finanziari. È questo un fenomeno che, come tale, necessita di essere studiato e opportunamente regolato dal legislatore, per garantire che anche nel caso della distribuzione via *web* si rispettino le medesime forme di tutela dei risparmiatori già oggi previste per i canali distributivi più tradizionali.

8

Un'ulteriore riflessione sui temi dell'innovazione deriva dall'utilizzo della tecnologia nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti. Si pensi, in particolare, alla diffusione del cosiddetto *robo-advisor*, per tale intendendosi l'impiego di procedure informatiche basate su algoritmi e volte alla formulazione di raccomandazioni di investimento. Rispetto al possibile sviluppo di forme di consulenza completamente automatizzata, in cui sia del tutto assente l'apporto umano, sono proprio gli aspetti legati alla personalizzazione del servizio e alla capacità di creare una relazione di fiducia personale tra il consulente finanziario e il risparmiatore a rendere evidente l'imprescindibilità del rapporto umano associato all'attività consulenziale. Ne deriva pertanto che, nel contesto dello sviluppo dell'offerta di servizi finanziari, la tecnologia dovrà essere considerata non come un sostituto del consulente finanziario, ma come un supporto all'opera dello stesso.



Per quel che riguarda l'ulteriore fattore di cambiamento rappresentato dall'espansione delle soluzioni e dei prodotti che compongono l'offerta rivolta dal sistema finanziario ai risparmiatori, ANASF ritiene opportuno segnalare il ruolo delle iniziative volte ad assicurare che l'informativa destinata alla clientela sia completa e, al tempo stesso, di agevole consultazione. A tal proposito è possibile menzionare i lavori, a cui anche la nostra Associazione ha dato il proprio contributo, tenuti dalle Autorità di vigilanza europee e dedicati alla definizione del contenuto e delle modalità di presentazione del Kid (*Key investor document*), il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori.

4. PIR: potenziali sviluppi

L'evolversi costante delle dinamiche del mercato, i tassi a zero e l'esigenza di finanziare le piccole e medie imprese hanno portato alla creazione nel 2017 dei Piani individuali di risparmio (PIR), introdotti dalla legge di bilancio 2017, creati come forma di investimento a medio termine capace di veicolare i risparmi verso le imprese italiane, e in particolare verso le piccole e medie imprese, con incentivi fiscali per gli investitori. ANASF propose lo strumento dei PIR alle Commissioni parlamentari deputate già nell'autunno del 2011, consapevole del valore e delle potenzialità di questi strumenti.

La legge di bilancio 2019 è ulteriormente intervenuta nella disciplina dei PIR aumentando di fatto la parte di investimenti da destinare alle piccole e medie imprese e innalzando il grado di rischiosità dell'investimento stesso. Per espressa previsione normativa, le nuove regole trovavano applicazione ai PIR stipulati dal 1° gennaio 2019, mentre per quelli stipulati al 31 dicembre 2018 continuava ad essere applicata la disciplina previgente. Tale nuova disciplina aveva di fatto bloccato gli investimenti in PIR in quanto non esistevano sul mercato strumenti conformi ai nuovi parametri. A seguito delle continue segnalazioni da parte del mercato, tra le quali quelle di ANASF, per riavviare gli investimenti in PIR la legge di conversione del decreto legge fiscale n.



124/2019 è intervenuta modificando la disciplina fissata dalla legge di bilancio 2019, stabilendo nuove disposizioni che hanno trovato applicazione a partire dai PIR stipulati dal 1° gennaio 2020.

Il decreto Rilancio 2020 ha inoltre previsto ulteriori “Incentivi per gli investimenti nell’economia reale”, introducendo i PIR alternativi, una misura di carattere strutturale volta ad incentivare gli investimenti, sia in capitale di rischio sia in capitale di debito, nell’economia reale e, in particolare, nel mondo delle società non quotate, potenziando la capacità dei piani di risparmio a lungo termine di convogliare risparmio privato verso il mondo delle imprese. La misura, basandosi sulla disciplina generale prevista per i PIR tende a convogliare in maniera consistente gli investimenti verso imprese di minori dimensioni concedendo la possibilità, agli investitori, di costituire un secondo PIR con dei vincoli di investimento più specifici. Trattandosi di investimenti illiquidi i PIR alternativi sono rivolti soprattutto a clienti semi professionali e richiedono tempi lunghi di investimento che si caratterizzano per un alto livello di rischiosità.

10

Le nuove previsioni normative dovrebbero pertanto contribuire a dare nuovo slancio sia ai PIR tradizionali, sia ai PIR alternativi, contribuendo così a favorire l’afflusso di liquidità verso l’economia reale.

Come accennato, ANASF ritiene i Piani individuali di risparmio, sin dalla loro creazione, un valido strumento per favorire la crescita e il risparmio di medio/lungo termine. L’Associazione, consapevole della validità dello strumento, ha infatti sottolineato al legislatore, già nel 2018, l’opportunità di costituire anche piani di risparmio a lungo termine obbligazionari (PIR-O), finalizzati a sostenere i titoli di stato italiani o titoli equipollenti destinando somme o valori per un importo non superiore in ciascun anno solare a 30.000 euro ed entro un limite complessivo non superiore a 150.000 euro, come già previsto per i PIR. Il vantaggio fiscale ipotizzabile per i PIR obbligazionari è il medesimo dei PIR ordinari, ovvero esenzione da imposte sulle rendite finanziarie in cambio del mantenimento per almeno 5 anni e esenzione da imposta di



successione, già prevista per i titoli di Stato. ANASF sostiene altresì la necessità di favorire la canalizzazione del risparmio privato verso prodotti finanziari sostenibili e innovativi, al fine di dare impulso a un percorso di crescita dell'economia italiana rispondente a criteri di sostenibilità ambientale e di sensibilità sociale. Negli ultimi anni si è infatti assistito a una crescita dell'attenzione della comunità dei risparmiatori nei confronti dei temi SRI (Socially Responsible Investment). Una leva di fondamentale importanza per contribuire alla diffusione dell'investimento SRI è la previsione di opportune forme di incentivazione e canalizzazione del risparmio verso l'investimento *green* e socialmente responsabile. A tal fine, particolare efficacia riveste l'introduzione di agevolazioni ed esenzioni di natura fiscale a beneficio dei risparmiatori che optino per l'investimento in soluzioni SRI. Per gli investimenti che si specializzano nel campo SRI si potrebbe pertanto integrare la normativa vigente sui PIR prevedendo anche una specifica categoria di PIR-IFS (PIR per l'investimento in finanza sostenibile).

11

5. Il ruolo della consulenza finanziaria nella diffusione dell'SRI

La Commissione europea ha presentato nel dicembre 2019 il Green Deal europeo, un progetto che aumenta in modo significativo le azioni dell'UE in materia di clima e politica ambientale. Per costruire questa strategia di crescita dovranno essere realizzati alcuni obiettivi, a partire dalla neutralità climatica, che consiste nell'azzeramento delle emissioni di gas serra entro il 2050. Le istituzioni dell'UE e gli Stati membri sono tenuti ad adottare tutte le misure necessarie per raggiungere questo obiettivo. L'emergenza sanitaria COVID-19 ha evidenziato ancora di più la necessità di rafforzare la sostenibilità e la resilienza del nostro modello di società. La transizione verso un'economia sostenibile comporterà notevoli sforzi di investimento in tutti i settori, il che significa che i finanziamenti, sia pubblici che privati, dovranno sostenere questa direzione politica generale. Anche il sistema finanziario nel suo insieme sarà coinvolto da questa transizione. Da diversi anni ANASF dedica una particolare attenzione alla necessità di favorire tra i cittadini una maggiore consapevolezza nelle scelte di



investimento, sostenendo la necessità di favorire la canalizzazione del risparmio privato verso prodotti finanziari sostenibili e innovativi, al fine di dare impulso a un percorso di crescita dell'economia italiana rispondente a criteri di sostenibilità ambientale e sociale. In particolare, l'Associazione condivide il principio volto al coinvolgimento in tale percorso di tutti i potenziali stakeholder, tra i quali i consulenti finanziari rivestono un ruolo di primo piano. Come accennato nel precedente paragrafo, negli ultimi anni si è infatti assistito a una crescita della sensibilità della comunità dei risparmiatori nei confronti dei temi SRI. Come emerso dall'ultima ricerca ANASF-ETicaNews "Prodotti SRI: il coinvolgimento consulente-cliente", giunta alla V edizione, oltre il 75% dei consulenti finanziari ritiene che i clienti dimostrino un certo interesse per la finanza sostenibile (1).

In virtù della relazione diretta con i risparmiatori, orientata alla fiducia e alla trasparenza reciproca, il consulente finanziario rappresenta, nell'ambito del panorama degli operatori del mercato, una delle figure che meglio sa tenere in considerazione e dare espressione alla sensibilità e alle istanze SRI espresse dal singolo investitore. Al riguardo, il contributo del consulente finanziario può ascrivere a tutte le fasi del rapporto con il risparmiatore. La fase iniziale del primo contatto rappresenta un momento di fondamentale importanza per verificare se il risparmiatore è interessato a integrare aspetti e considerazioni di natura ambientale nelle proprie decisioni di investimento. Alcuni investitori, infatti, potrebbero non essere pienamente consapevoli della propria sensibilità verso le tematiche green o sociali; altri ancora potrebbero non essere a conoscenza dell'esistenza di soluzioni di investimento sostenibili e responsabili o, comunque, potrebbero non avere le competenze necessarie a individuare tali soluzioni all'interno della vasta offerta di prodotti finanziari. Giova notare, al riguardo, che molti cittadini, nella loro vita quotidiana, dimostrano un interesse crescente per l'acquisto di prodotti e servizi "etici" – si pensi, ad esempio, ai settori dell'abbigliamento,

12

(1) La ricerca, dal titolo "Prodotti SRI: il coinvolgimento consulente-cliente", è stata condotta da ETicaNews in collaborazione con ANASF su un campione di 600 professionisti iscritti all'Associazione ed è stata presentata nel novembre 2019 in occasione del Salone dello SRI, primo evento in Italia dedicato a consulenti e clienti *retail* sui temi della finanza SRI.



dell'alimentazione, dell'edilizia, della cura personale – ma non hanno ancora rivolto un interesse specifico ai prodotti e servizi finanziari sostenibili. Rileva, di conseguenza, la capacità del consulente finanziario di porre, nell'iniziale fase di profilatura effettuata in occasione del test di adeguatezza, domande mirate per intercettare l'interesse del cliente rispetto a questi temi. Una conoscenza approfondita del risparmiatore, che copra anche i suoi personali valori di riferimento, traducendoli in una coerente gestione dei risparmi, crea inoltre un rapporto peculiare con il consulente, destinato a perdurare nel tempo. Una volta individuata la sensibilità ambientale del risparmiatore, il compito del consulente finanziario – come avviene, del resto, per tutti i prodotti e servizi di investimento – è di assistere il cliente nell'individuazione delle soluzioni più rispondenti ai suoi bisogni. Il consulente finanziario ha infatti il compito di far comprendere all'investitore le caratteristiche di ciascun prodotto e servizio, sia attraverso materiale informativo accurato e completo, sia attraverso spiegazioni verbali, verificando di volta in volta che il risparmiatore abbia ben compreso le peculiarità di ciascuna proposta.

13

Una delle caratteristiche fondamentali dell'attività del consulente finanziario è poi la cura nel tempo della relazione con il cliente, per verificare l'evoluzione della situazione personale del singolo investitore e la perdurante rispondenza delle soluzioni di investimento prescelte rispetto a tale evoluzione. Il consulente finanziario deve infatti sempre tenere ben presente che gli atteggiamenti del cliente non rimangono invariati nel tempo. Le persone possono mutare le proprie attitudini e opinioni, come si può constatare dal crescente interesse rivolto a questioni quali l'impatto del riscaldamento globale. Pertanto, nella fase del monitoraggio, il consulente ha il compito di verificare nuovamente la sensibilità verso l'SRI, anche rispetto ai clienti che in origine avevano dimostrato disinteresse o scetticismo. Esiste infatti ancora un certo pregiudizio per quanto riguarda il trade-off tra la redditività e l'etica. Al contrario, l'evidenza empirica mostra che i prodotti di investimento SRI non hanno prestazioni inferiori rispetto ai prodotti tradizionali. Come tale, questa evidenza dovrebbe essere maggiormente riconosciuta e gli investitori dovrebbero esserne correttamente informati. Le qualità e



le caratteristiche individuate per l'SRI si distinguono infatti da quelle generali per l'attenzione verso la componente valoriale insita nella volontà di perseguire, oltre che gli obiettivi di redditività, anche performance di sostenibilità. Tale componente può consentire altresì al consulente di consolidare nel corso del tempo il rapporto di fiducia con la propria clientela.

Il *fil rouge* che, idealmente, collega tutte queste fasi del rapporto con l'investitore è rappresentato dal tema dell'educazione finanziaria. Sensibilizzare i risparmiatori verso le tematiche ambientali significa infatti compiere un'opera di educazione del cittadino che, inserita nell'ambito dell'attività di pianificazione svolta dai consulenti finanziari, si coniuga appunto con l'importanza dei momenti di alfabetizzazione finanziaria, al fine di consentire l'assunzione di scelte di investimento sempre informate e responsabili. Altra leva di fondamentale importanza per contribuire alla diffusione dell'investimento SRI, come accennato nel precedente paragrafo, è la previsione di opportune forme di incentivazione e canalizzazione del risparmio verso l'investimento SRI. A tal fine, particolare efficacia riveste l'introduzione di agevolazioni ed esenzioni di natura fiscale a beneficio dei risparmiatori che optino per l'investimento in soluzioni SRI.

14

6. Conclusioni

Riteniamo necessario rilevare come l'attività del consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede risulti oggi definita da un proprio percorso storico che ha permesso di affermarne le caratteristiche distintive all'interno del sistema finanziario nazionale e che oggi consente di cogliere le opportunità legate alle prospettive di cambiamento nell'offerta di servizi finanziari. Il *trait d'union* è rappresentato dall'aspetto personale del rapporto fiduciario con la clientela, trasformatosi nel tempo da un approccio totalmente delegante e dunque fideistico da parte dei risparmiatori a un'impostazione più consapevole e pertanto razionale, in virtù di un percorso di crescita a cui hanno contribuito la vicinanza del consulente finanziario e le attività di assistenza e di educazione finanziaria svolte dallo stesso. Questo sviluppo, tuttora in corso, ha così



portato alla naturale evoluzione da promotore a consulente finanziario, arricchendo la nostra professione nella direzione della diagnosi e della pianificazione, dell'emersione dei bisogni e delle esigenze della clientela, dell'asset allocation del portafoglio, degli orizzonti temporali dell'investimento, del monitoraggio e del controllo del rischio, dell'assistenza post-vendita e, appunto, della prestazione del servizio di consulenza finanziaria. Un servizio che tende – e che, tenderà, sempre di più, negli anni a venire – a ricomprendere contesti che vanno oltre l'ambito delle raccomandazioni in materia di investimento in strumenti finanziari, abbracciando la sfera dell'indebitamento, della protezione della persona e della famiglia (nonché dell'imprenditore e della sua azienda, nel caso di imprese), del risparmio finalizzato e strumentale, di quello assicurativo e previdenziale, fino ai temi del passaggio generazionale della ricchezza e del patrimonio, nonché degli aspetti fiscali e successori. Si tratta di temi di portata assai vasta, che evidenziano come per il futuro si renderà sempre più necessario offrire ai risparmiatori delle soluzioni integrate e personalizzate.

15

Proprio in virtù dell'esperienza acquisita negli anni grazie all'operato dei nostri associati nell'ambito delle attività di consulenza e di offerta di servizi finanziari, la nostra Associazione intende pertanto manifestare la propria disponibilità ad approfondire i temi sinteticamente delineati in questo intervento, nella convinzione per cui l'indagine promossa dalla Vostra Commissione possa contribuire al rafforzamento delle forme di tutela degli investitori e della fiducia del pubblico dei risparmiatori nel sistema finanziario. Per quanto riguarda i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede auspichiamo vi siano nel prossimo futuro interventi da parte delle Istituzioni e del legislatore volti al miglioramento nella forma di riconoscimento formale, tecnico, amministrativo e fiscale della professione, ormai entrata naturalmente nella composizione del tessuto sociale contemporaneo.

