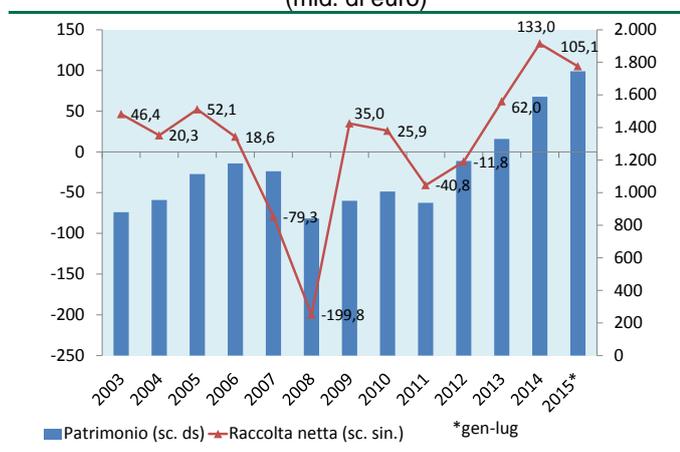


# focus

settimanale del Servizio Studi BNL

## L'industria del risparmio gestito in Italia

(mld. di euro)



Fonte: Assogestioni

Il **mercato italiano del risparmio gestito** continua ad evidenziare un sostenuto trend di sviluppo. A fine luglio il patrimonio ha toccato un nuovo massimo pari a €1.750 mld, in crescita del 10% rispetto allo scorso dicembre. Nei primi sette mesi del 2015 la raccolta netta ha raggiunto €105 mld di cui €77 mld dai fondi comuni e €27 mld dalle gestioni patrimoniali.

In Italia l'**architettura distributiva dei fondi comuni** risulta piuttosto "chiusa", i distributori tendono cioè a collocare in prevalenza i fondi propri piuttosto che quelli di terzi. Circa la metà dei prodotti detenuti direttamente dai clienti *retail* sono collocati da reti distributive "chiuse", solo il 10% delle masse viene collocato da distributori molto aperti. Tra i canali di collocamento si registra una netta predominanza degli sportelli bancari attraverso cui vengono venduti circa i due terzi del patrimonio a fronte di un terzo collocato dai promotori finanziari. Il patrimonio dei fondi comuni risulta collocato per il 72% presso clientela *mass-affluent* e per il 28% presso la clientela *private*; circa il 65% del patrimonio è inoltre concentrato nelle regioni del Nord Italia.

31

21 settembre  
2015

Direttore responsabile:  
Giovanni Ajassa  
tel. 064 7028414  
giovanni.ajassa@bnlmail.com



## **Il boom del risparmio gestito: distribuzione e nuove regole** S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

Il mercato italiano del risparmio gestito nel 2015 ha continuato ad evidenziare un sostenuto trend di sviluppo. A fine luglio il patrimonio ha toccato un nuovo massimo pari a 1.750 mld di euro, in crescita del 10% rispetto allo scorso dicembre. Nei primi sette mesi del 2015 la raccolta netta ha raggiunto i 105 miliardi, circa l'80% di quanto raccolto nell'intero 2014.

A trainare la raccolta del risparmio gestito, anche nel 2015, è stato il comparto dei fondi comuni. Nei primi sette mesi dell'anno il saldo netto tra sottoscrizioni e riscatti è stato pari a 77 mld di euro. La raccolta netta delle gestioni patrimoniali si è fermata a 27 mld di euro.

In Italia l'architettura distributiva dei fondi comuni risulta piuttosto "chiusa", i distributori tendono cioè a collocare in prevalenza i fondi propri piuttosto che quelli di terzi. Circa la metà dei prodotti detenuti direttamente dai clienti *retail* sono collocati da reti distributive "chiusa" (ossia con una percentuale di prodotti propri collocati superiore al 75%), solo il 10% delle masse viene collocato da distributori molto aperti (con una quota di prodotti di terzi superiore al 75%).

Tra i canali di collocamento si registra una netta predominanza degli sportelli bancari attraverso cui vengono venduti circa i due terzi del patrimonio complessivo a fronte di un terzo collocato dai promotori finanziari. Una segmentazione del mercato per tipologia di cliente evidenzia come il patrimonio dei fondi comuni risulti collocato per il 72% presso clientela *mass-affluent* e per il 28% presso la clientela *private*.

Nonostante il crescente grado di armonizzazione della normativa comunitaria sugli OICR, permangono aree di disomogeneità. Uno dei temi in discussione riguarda il profilo delle commissioni di incentivo (o di performance). I fondi di diritto italiano, dopo l'intervento della Banca d'Italia del 2012, presentano rispetto ad altri paesi condizioni più stringenti per il calcolo delle commissioni di incentivo, garantendo una maggior tutela agli investitori. L'elevata diffusione dei fondi di diritto estero sul mercato italiano sottolinea tuttavia l'importanza di affrontare il tema a livello comunitario per arrivare ad una maggiore uniformità ed eliminare il rischio che le scelte distributive possano essere influenzate dalla struttura più o meno remunerativa delle commissioni dei prodotti promossi.

Anche nel 2015 il mercato del risparmio gestito continua a catalizzare i flussi di capitale dei risparmiatori italiani. Il perdurare di una situazione di mercato caratterizzata da tassi molto contenuti e dal rallentamento delle prospettive di crescita di alcune tra le grandi economie ha spinto i risparmiatori a continuare ad affidarsi a gestori professionali per l'allocazione dei propri investimenti.

Nel mese di luglio le turbolenze dei mercati finanziari legate allo scoppio della crisi greca e i primi segnali di difficoltà della Cina non hanno frenato la raccolta netta del risparmio gestito che è risultata pari a €9 mld. Da inizio 2015 il saldo complessivo ammonta a €105 mld, contribuendo a portare il patrimonio gestito al massimo storico di €1.745 mld. Il risultato dei primi sette mesi dell'anno è pari a circa l'80% dei €133 mld raccolti nel 2014.

La composizione del patrimonio gestito evidenzia una prevalenza delle gestioni di portafoglio (GPF, GPM, Gestioni previdenziali e Gestioni di prodotti assicurativi) che detengono una quota pari al 52% a fronte del 48% di patrimonio riferibile ai fondi comuni (aperti e chiusi), sebbene il peso dei fondi comuni sul totale del risparmio

gestito negli ultimi 12 mesi sia aumentato di ulteriori 2 punti percentuali, il valore attuale resta comunque distante rispetto a quello registrato prima della crisi finanziaria (57%).

### L'industria del risparmio gestito in Italia

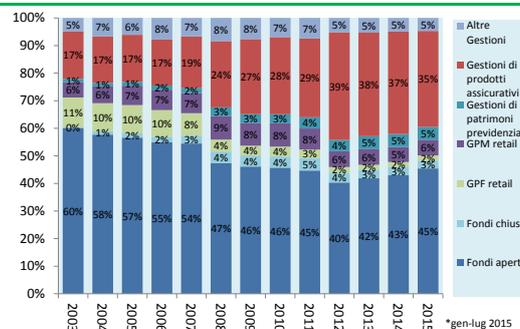
(mld. di euro)



Fonte: Assogestioni

### Risparmio gestito: composizione del patrimonio

(quote %; 2015)



Fonte: Assogestioni

Tra i due grandi comparti del risparmio gestito, le gestioni di portafoglio nei primi sette mesi dell'anno hanno evidenziato una crescita del patrimonio prossima al 5% e registrato un flusso di raccolta netta pari a 27 mld di euro. Il patrimonio complessivo, che ammonta a 904 mld di euro, è costituito prevalentemente da gestioni istituzionali (775 mld), mentre quelle *retail* ammontano a 129 mld di euro.

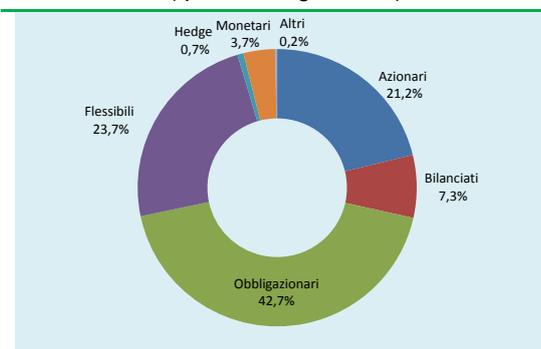
A trainare la raccolta del risparmio gestito anche nel 2015 è stato l'altro grande comparto, quello relativo alle gestioni collettive e in particolare i fondi comuni. Nei primi sette mesi dell'anno il saldo netto tra sottoscrizioni e riscatti di fondi comuni è stato pari a 77 mld di euro. In una situazione caratterizzata da bassi tassi di interesse e volatilità dei mercati azionari la categoria di fondi più richiesta è stata quella dei fondi flessibili, quelli cioè che lasciano al gestore maggiore libertà di orientare gli investimenti nei prodotti e nei segmenti di mercato ritenuti di volta in volta più remunerativi. La raccolta netta per questi prodotti è stata pari a 17 mld di euro. Rimane buona la dinamica dei fondi obbligazionari, che hanno raccolto 6,7 mld di euro. Meno brillanti, seppure positivi, i risultati per i fondi bilanciati (+€4,2 mld) mentre quelli azionari (+€0,2 mld) e quelli hedge (-€0,2 mld) hanno registrato un saldo tra sottoscrizioni e riscatti praticamente prossimo allo zero. Si segnala invece, nonostante i livelli dei tassi molto contenuti, un ritorno di interesse per i fondi monetari che tornano ad avere una raccolta positiva per 2,5 mld mentre nei primi sette mesi del 2014 avevano perso circa 4,5 mld di euro.

Il patrimonio gestito dai fondi aperti e chiusi è tornato dal 2014 su valori superiore a quelli antecedenti la crisi finanziaria del 2008. A luglio 2015 è risultato in aumento del 15% da inizio anno, arrivando a 841 mld di euro dai 731 mld di fine 2014.

Circa il 95% del totale dei fondi comuni è costituito dai fondi aperti. Il patrimonio gestito dai fondi comuni aperti (italiani ed esteri) sul mercato italiano è pari a 793 mld di euro. La crescita nel 2015 deriva da una raccolta molto dinamica e da una rivalutazione del patrimonio positiva anche se caratterizzata da rendimenti più contenuti rispetto allo scorso anno.

### Mercato italiano dei fondi comuni aperti: composizione del patrimonio

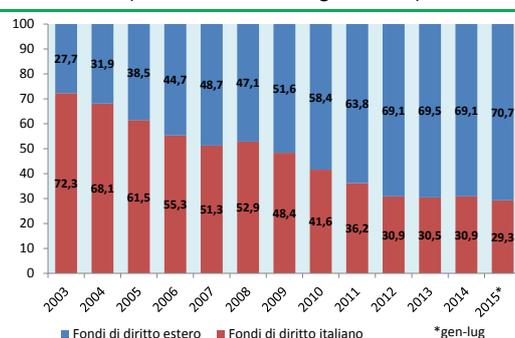
(quote %; luglio 2015)



Fonte: Ania

### Fondi aperti di diritto italiano e di diritto estero

(in % del totale; luglio 2015)



Fonte: Assogestioni

I prodotti obbligazionari costituiscono di gran lunga il comparto più scelto dai risparmiatori, il loro peso sul patrimonio complessivo è pari al 43%, un valore doppio rispetto a quello dei fondi azionari (21%). Il trend di crescita più evidente resta, tuttavia, quello dei fondi flessibili il cui peso è aumentato dal 10% del 2007 all'attuale 24%. La parte rimanente del patrimonio si ripartisce tra fondi bilanciati (7,3%), fondi hedge (0,7%) e fondi monetari (3,7%).

Il biennio 2014-2015 evidenzia una sostanziale stabilizzazione del peso relativo dei fondi comuni di diritto italiano e di quelli esteri. Dopo un processo di ricomposizione durato oltre 10 anni il peso relativo delle due categorie si è invertito. A luglio 2015 il peso dei fondi di diritto estero sul patrimonio complessivo ammontava al 71% del totale a fronte del 29% di quelli italiani. Nel 2009 il patrimonio dei fondi era ripartito quasi al 50% tra fondi italiani ed esteri, nel 2004 la situazione era pressochè simmetrica a quella attuale, circa il 68% del totale erano fondi di diritto italiano e il 32% fondi di diritto estero. L'armonizzazione fiscale delle due categorie e gli interventi normativi volti a disciplinare il mercato hanno portato a condizioni più ordinate sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta.

### I fondi comuni in Italia vecchi e nuove sfide: la distribuzione

L'industria italiana dei fondi comuni nell'ultimo decennio ha affrontato numerose riflessioni e operato interventi di tipo normativo ed organizzativo per rilanciare una forma di investimento che nel tempo aveva saputo ritagliarsi una posizione di rilievo nelle scelte di investimento dei risparmiatori italiani.

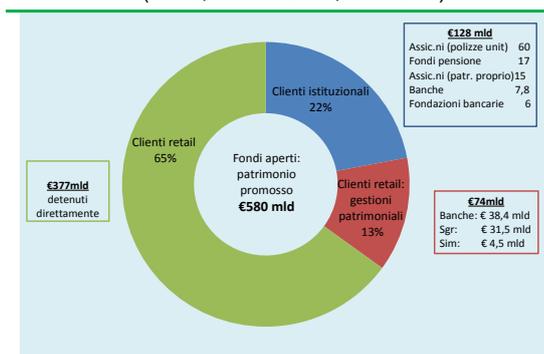
Il diverso contesto di mercato rispetto a quello prevalente negli anni della creazione e dello sviluppo dei fondi ha portato a un notevole ripensamento dei prodotti e dell'organizzazione stessa dell'industria. Le prospettive di rilancio non potevano prescindere dalla risoluzione di alcuni nodi: la ricerca di un rapporto maggiormente equilibrato tra costi e *performance*, l'esigenza di sanare situazioni di difformità sul piano regolamentare in ordine alla trasparenza e alla fiscalità di prodotti con analoghe caratteristiche, l'importanza di una revisione del modello distributivo.

L'attuale rete distributiva del mercato italiano è stata mappata da un recente studio di Assogestioni che si focalizza sulla porzione di fondi comuni detenuti direttamente dalla clientela, un ammontare pari a circa i due terzi del mercato, lasciando fuori la quota detenuta dai clienti istituzionali (22%) e quella detenuta indirettamente dalla clientela *retail* tramite i servizi di gestione patrimoniale (13%).

I fondi tradizionalmente vengono collocati da banche e SIM attraverso due diversi canali: gli sportelli e i promotori finanziari. La clientela di riferimento è stata segmentata nella ricerca in due macro categorie, quella *mass-affluent* (con patrimonio inferiore a 500.000€) e la clientela *private*.

### Distribuzione dei fondi aperti in Italia: patrimonio promosso

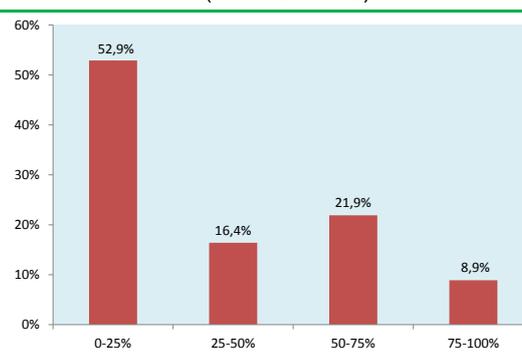
(val%,mld. di euro; dic 2013)



Fonte: Ania

### Grado di apertura dell'architettura distributiva

(in % del totale)



Fonte: Assogestioni

In Italia operano circa 170 società tra banche e SIM cui corrispondono 217 distributori, ciascuno specializzato in una delle quattro combinazioni possibili tra canale/clientela (sportello-filiale vs promotori finanziari, *mass-affluent* vs *private*). I 183 distributori si avvalgono di circa 31.000 sportelli bancari. I rimanenti 34 distributori sono reti che possono contare su 23.600 promotori finanziari (di cui 2.000 circa operano in strutture specializzate in clientela *private*).

In Italia l'architettura distributiva risulta "chiusa": i distributori tendono a collocare in prevalenza i fondi propri piuttosto che quelli di terzi. Circa la metà dei prodotti sono collocati da reti distributive "chiuse" (ossia con una percentuale di prodotti propri collocati superiore al 75%), solo il 10% delle masse viene collocato da distributori molto aperti (con una quota di prodotti di terzi superiore al 75%). La presenza di prodotti provenienti da società di gestione estere aumenta all'aumentare del grado di apertura della rete distributiva; le reti più "chiuse" tendono a collocare quasi esclusivamente prodotti promossi da gruppi di gestione italiani, mentre le reti più "aperte" 8 volte su 10 collocano prodotti promossi da società di gestione estere.

Tra i canali di collocamento si registra una netta predominanza degli sportelli bancari attraverso cui sono stati venduti circa i due terzi del patrimonio complessivo a fronte di un terzo collocato dai promotori finanziari. Inoltre mentre i prodotti promossi da gruppi di gestione italiani vengono collocati in larga misura attraverso gli sportelli bancari (72%) e in misura inferiore ai promotori (28%), per i prodotti di gruppi esteri si registra un maggior bilanciamento (57% tramite sportelli e 43% tramite promotori).

I dati dell'indagine consentono inoltre di mettere a fuoco un altro interessante aspetto in termini distributivi: il patrimonio dei fondi comuni risulta collocato per il 72% presso clientela *mass-affluent* e per il 28% presso la clientela *private*. In entrambi i segmenti di mercato gli sportelli collocano una quota di patrimonio circa doppia rispetto a quella dei promotori evidenziando una maggiore penetrazione di mercato indipendentemente dal target di clientela.

### Canale di collocamento dei fondi aperti retail

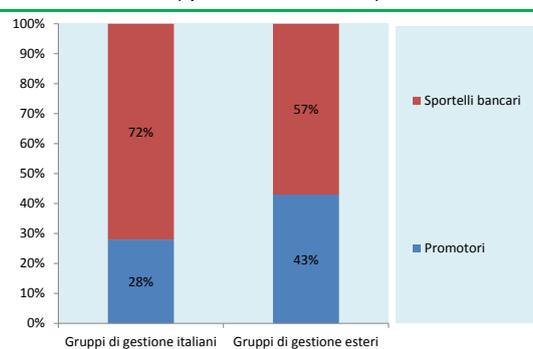
(quota %; dic 2013)



Fonte: Assogestioni

### Canale di collocamento per giurisdizione del gruppo di gestione

(quota %; dic 2013)



Fonte: Assogestioni

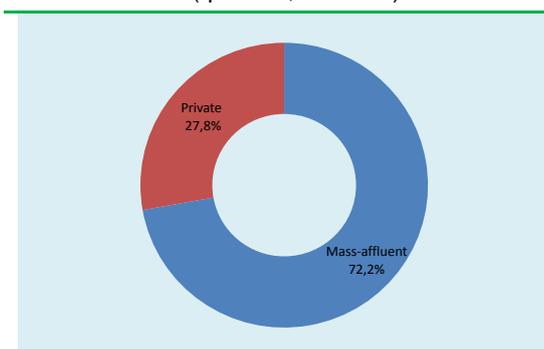
Si registra inoltre una maggior tendenza a collocare prodotti propri presso la clientela *mass-affluent* (77%), in particolare da parte degli sportelli bancari (81%), mentre presso i clienti *private* vengono collocati più facilmente fondi di terzi (61%) in particolare dalle banche (65%).

A livello territoriale il 65% del patrimonio dei fondi è concentrato nel Nord Italia, il 19% al Centro e il 16% al Sud e nelle Isole. La Lombardia è la regione dove si registra la quota più elevata (27%) seguita dal Piemonte 11% e da Lazio ed Emilia Romagna (10%)

A livello nazionale il 28% del patrimonio dei fondi è collocato presso la clientela *private*, tale valore sale 32% in Piemonte, al 34% in Liguria e arriva al 39% in Lombardia.

### Distribuzione per segmento di clientela

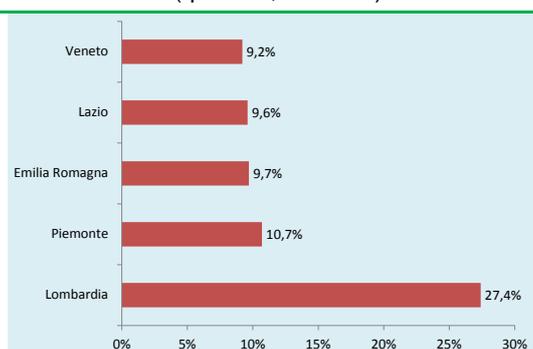
(quota %; dic 2013)



Fonte: Assogestioni

### Canale di collocamento per giurisdizione del gruppo di gestione

(quota %; dic 2013)



Fonte: Assogestioni

### Una questione aperta: le commissioni di performance

Nonostante il crescente grado di armonizzazione della normativa comunitaria sugli OICR, permangono aree di disomogeneità. Uno dei temi in discussione riguarda il profilo delle commissioni di incentivo (o di performance). La compresenza in ambito comunitario di regole non omogenee, circa le metodologie di calcolo delle commissioni di performance gravanti sugli OICR, potrebbe accrescere il rischio di comportamenti

non in linea con i doveri di diligenza e correttezza da osservare nel rapporto con i sottoscrittori.

Oltre alle commissioni fisse di gestione, molti fondi comuni prevedono commissioni di incentivo variabili pagate alle Società di gestione del risparmio quando il fondo guadagna. Tali commissioni costituiscono un incentivo per la società a generare un rendimento positivo per i clienti. Il concetto di rendimento positivo varia a seconda che il fondo faccia o meno riferimento a un indice (*benchmark*): nel primo caso si parla di guadagno quando il rendimento del fondo supera quello dell'indice, nel secondo caso invece si considera la performance assoluta del fondo.

Nonostante l'apparente semplicità dell'impostazione la normativa del paese da cui proviene il fondo e le scelte specifiche operate dalle SGR possono portare a valori molto diversi. Il primo elemento da valutare è la periodicità con cui le commissioni vengono prelevate. Tipicamente all'aumentare della periodicità si riduce la tutela per il risparmiatore. Ad esempio nel caso di commissioni prelevate con cadenza mensile, il risparmiatore le pagherà tutti i mesi in cui si registra una performance positiva (o superiore al *benchmark*). L'alta frequenza del prelievo aumenta le occasioni di pagamento, anche se il valore del fondo, in termini assoluti, risultasse inferiore a quello toccato nei mesi precedenti. Al diminuire della periodicità del pagamento si riduce il rischio di pagare per temporanei rialzi seguiti poi da perdite.

Per limitare questo tipo di strutture di commissioni la Banca d'Italia da maggio 2012 ha assoggettato i fondi di diritto italiano a una normativa che impone il pagamento delle commissioni di performance su intervalli non inferiori a 12 mesi. Il mercato italiano è tuttavia tutelato solo in parte da questa normativa dal momento che oltre i due terzi del patrimonio risulta investito in fondi di diritto estero soggetti a regole molto meno stringenti in merito alla frequenza del calcolo delle commissioni.

La scelta di investire in un fondo italiano garantisce un calcolo almeno annuale delle commissioni, alcuni fondi hanno tuttavia adottato uno schema di calcolo delle commissioni di performance ancora più vantaggioso per i risparmiatori denominato "high watermark". Le SGR che utilizzano questo modello di calcolo fanno pagare al cliente commissioni di performance solo quando la quotazione del fondo supera i massimi assoluti. Nella pratica, si valuta l'andamento del fondo giornalmente e, se questo supera il massimo mai raggiunto fino a quel momento, si trattiene una quota di quel rendimento a titolo di commissione di performance. L'*high watermark* risulta vantaggioso per il cliente perché allinea l'interesse della SGR a quello del cliente fornendo un incentivo ad ottenere una performance crescente. L'utilizzo di questa metodologia addebita costi di performance solo quando il fondo guadagna nel lungo periodo e chi sostiene tale costo ha di fatto beneficiato della buona performance.

L'evoluzione della normativa sulle strutture di commissioni dei fondi potrebbe avere un rilievo molto importante per l'industria del risparmio gestito e per i gruppi bancari che all'interno della loro organizzazione presentano fabbriche prodotte. Le principali ragioni sono due:

1. Nonostante un elevato stock di ricchezza privata rispetto ad altri paesi europei l'Italia presenta un'industria del risparmio gestito ancora limitata rispetto a quella di altri paesi. L'asset management in Italia rappresenta un valore inferiore a quello spagnolo e molto distante da quelli di Svizzera, Francia e Regno Unito. Il mercato italiano sembra quindi presentare uno spazio di crescita ancora elevato.
2. Secondo un recente rapporto di Credit Suisse oltre il 70% della crescita dei ricavi delle banche italiane nei prossimi tre anni potrebbe derivare dalle attività di asset management. Le commissioni rappresentano un'importante fetta di questi profitti: coniugare una equa remunerazione dei servizi offerti alla clientela con una maggior

trasparenza dei prodotti consentirebbe di intraprendere più agevolmente questo percorso di sviluppo.

Nonostante l'Italia, dopo l'intervento della Banca d'Italia, presenti condizioni più stringenti sul calcolo delle commissioni di incentivo rispetto a quelle di altri paesi, la Consob lo scorso 10 luglio ha diffuso una comunicazione per richiamare l'attenzione dei distributori all'osservanza delle regole di condotta volte a prestare la massima cura all'interesse del cliente. Fermo restando il dovere di informare gli investitori in merito ai costi gravanti sui prodotti venduti, si richiede agli intermediari di assicurarsi che nella fase di distribuzione la selezione dei prodotti da offrire sia rivolta a soddisfare gli interessi della clientela e non venga influenzata dalla struttura più o meno remunerativa delle commissioni del prodotto. Uniformare le normative nazionali e gli algoritmi per calcolare le commissioni dei fondi resta comunque un tema da affrontare a livello internazionale e già da tempo inserito in agenda sia dai vari *regulator* nazionali sia dall'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (Esma - European Securities and Market Authority).

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.

