

AFB - Bocconi ACADEMY

Opening Conference

“Business transformation in Asset/Wealth Management”

**L'industria del risparmio gestito:
la crescita degli anni recenti e le sfide del futuro**

Carmelo Barbagallo

Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria
della Banca d'Italia

Milano, 16 ottobre 2018

La crescita degli ultimi anni

Il risparmio gestito ha conosciuto negli ultimi anni un forte rilancio, che ne ha accresciuto il ruolo nel finanziamento dell'economia e nella efficiente allocazione della ricchezza delle famiglie. Dopo la repentina flessione dei flussi di raccolta netta e delle masse gestite dei primi anni della crisi finanziaria, il risparmio gestito ha fatto registrare, in Italia come nel resto del mondo, una crescita assai sostenuta a partire dagli ultimi mesi del 2012.

Alla fine del 2017, i prodotti di risparmio gestito collocati nel nostro paese hanno superato la soglia dei 2.000 miliardi di euro, quasi il doppio rispetto al 2012. Negli ultimi anni il settore ha beneficiato del persistere di tassi di interesse di poco superiori allo zero o negativi, che ha indotto gli investitori a ricercare opportunità di guadagno alternative ai titoli tradizionali.

Per le banche lo sviluppo del risparmio gestito ha rappresentato una fonte importante di ricavo negli anni successivi alla crisi finanziaria ed è stato posto al centro delle loro strategie di crescita, anche a motivo del ridotto assorbimento patrimoniale rispetto all'intermediazione tradizionale.

Per le banche di maggiori dimensioni – cosiddette *significant* – le commissioni derivanti dall'*asset management* hanno costituito nel 2017 mediamente circa il 13 per cento del margine di intermediazione, con punte che hanno superato il 23 per cento. Il dato si incrementa significativamente se si aggiunge il collocamento di prodotti assicurativi. Per le banche di minori dimensioni (*less significant*) il contributo del risparmio gestito è stato inferiore, ma comunque rilevante.

Mentre negli anni precedenti alla crisi finanziaria i flussi di raccolta si erano indirizzati in via prevalente verso i prodotti di risparmio assicurativo (polizze vita tradizionali e *unit-linked*), negli ultimi 6 anni la crescita è stata trainata soprattutto dai fondi comuni aperti; ciò ha contribuito a far assumere alle due componenti del risparmio gestito (il risparmio assicurativo e le gestioni collettive) un peso pressoché equivalente.

In tale contesto, l'incidenza dei fondi comuni nel portafoglio delle famiglie si è fortemente accresciuta, salendo dal minimo del 2008 (4,6 per cento) al picco del primo trimestre 2018 (12,3 per cento), facendo segnare una percentuale superiore a quella dei maggiori paesi industrializzati (Francia, Germania, Regno Unito e USA). Rispetto a questi paesi, il portafoglio delle famiglie italiane continua peraltro a caratterizzarsi per il ruolo più contenuto dei fondi pensione.

Alla crescita del mercato dei fondi comuni aperti hanno dato un contributo importante i gestori appartenenti ai gruppi esteri, la cui quota è aumentata dal 29 per cento di fine 2014 al 43 per cento di agosto 2018.

Dal 2012 i flussi di raccolta presso il pubblico *retail* si sono indirizzati in prevalenza verso fondi comuni caratterizzati da orizzonte temporale di investimento e *target* di rischio/rendimento predefiniti, spesso collegati al pagamento di cedole periodiche (cosiddetti fondi “a scadenza”)¹.

¹ G. Albareto, G. Cappelletti, A. Cardillo, L. Zucchelli, *Il costo totale dell'investimento in fondi comuni*, Questioni di economia e finanza, 391, 2017.

Tali prodotti hanno offerto ai risparmiatori la possibilità di conseguire rendimenti apprezzabili in presenza di livelli di rischio contenuti, assicurando al contempo flussi di reddito elevati alle reti distributive, dato che il pagamento delle commissioni di collocamento viene corrisposto ad esse al momento della sottoscrizione delle quote.

Negli ultimi due anni, la raccolta di risparmio gestito è stata segnata dall'emergere di un nuovo prodotto: i Piani di Risparmio Individuale (“PIR”)². La composizione dei relativi fondi presenta aspetti distintivi rispetto all'*asset allocation* tipica dei fondi comuni italiani: significativa è l'esposizione in azioni e verso imprese industriali, con commissioni in linea con quelle di fondi analoghi e con un profilo di rischio che si colloca su livelli più elevati rispetto a quello di altre categorie di fondi specializzate nei segmenti obbligazionario e flessibile.

Per i PIR, i gestori hanno scelto di utilizzare fondi aperti *UCITS-compliant*³, strumento familiare ai risparmiatori. Ne consegue che la politica di investimento debba rispettare, tra l'altro, l'obbligo di investire per almeno il 90 per cento in titoli quotati, circostanza che limita la possibilità di intervenire a favore delle PMI non quotate.

Un maggiore orientamento verso queste categorie di imprese richiederebbe l'attivazione di strumenti diversi come, ad es., i fondi chiusi, opzione possibile ai sensi delle norme nazionali, ma da calibrare attentamente laddove diretta al pubblico *retail*, in ragione della maggiore rischiosità derivante dai vincoli al rimborso delle quote investite in asset illiquidi e connotati da minore trasparenza.

Gli assetti dell'industria del risparmio gestito: cambiamenti ed elementi di continuità

In Italia, come nel resto dell'Europa continentale, sono le banche e le assicurazioni ad avere un ruolo cruciale nella gestione del risparmio; esse sono presenti sia nella fase della costruzione e gestione finanziaria dei prodotti di risparmio gestito (la “produzione”) sia in quella della distribuzione alla clientela.

Quanto alla produzione, negli ultimi dieci anni importanti operazioni di riassetto hanno modificato profondamente la struttura delle “fabbriche-prodotto”, anche in connessione con la riorganizzazione del settore bancario. Ne sono derivate configurazioni organizzative diversificate.

I due gruppi bancari e assicurativi di maggiore dimensione nel mercato domestico hanno mantenuto elevato l'investimento nel settore, al fine di sviluppare la capacità delle proprie “fabbriche” a gestire un'ampia gamma di prodotti. Peraltro le loro dimensioni, pur ragguardevoli, rimangono distanti da quelle dei principali *players* europei, così come è ancora limitata la loro capacità di collocare prodotti al di fuori del gruppo di appartenenza.

Diversi importanti gruppi bancari hanno invece scelto di cedere il controllo delle proprie “fabbriche” e stipulato una *partnership* strategica con una SGR “terza” (partecipata o meno). Ciò ha dato spazio sia alla formazione di poli di gestione non inseriti in gruppi – con la vocazione di aggregare realtà minori – sia all'azione di “penetrazione” dei gruppi esteri.

² Forme di investimento che, come noto, offrono consistenti risparmi fiscali all'investitore a fronte dell'obbligo di indirizzare gli investimenti verso determinati settori dell'economia reale per un periodo non inferiore a cinque anni.

³ Organismi di investimento collettivo del risparmio che rispettano i requisiti della Direttiva 2009/65 UE sugli Undertakings of Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)

Altri gruppi medi e medio-piccoli hanno orientato la propria SGR verso un set più ristretto di strategie e ne utilizzano le competenze a sostegno dell'attività di *asset allocation* svolta dalla rete di vendita.

Un aspetto che invece accomuna l'azione di sviluppo dei gruppi bancari è la crescente focalizzazione nel segmento di *bancassurance*, seppure con modalità di implementazione differenziate, che vanno dalla creazione di società controllate alla definizione di *partnership* strategiche, fino alla stipula di accordi di distribuzione.

Passando alla distribuzione, si rileva come i gruppi bancari occupino una posizione di dominio: nell'offerta *retail* essi collocano la quasi totalità dei fondi comuni (per il 70 per cento attraverso il canale degli sportelli, per il 30 per cento con la rete dei consulenti) e una larga maggioranza (oltre il 60 per cento) delle polizze assicurative.

La politica di offerta alle famiglie e ai risparmiatori al dettaglio è andata sempre più differenziandosi in funzione della tipologia di clientela, polarizzandosi tra il segmento della clientela maggiore ("*private*") e quello della clientela minore ("*mass-affluent*").

Mentre l'offerta nel segmento "*private*" include un'ampia e articolata gamma di prodotti, in cui figurano in prevalenza fondi gestiti dalle maggiori case di investimento estere, la domanda della clientela "minore" viene soddisfatta utilizzando i prodotti del gestore "di casa" o delle SGR con le quali vi sono accordi di *partnership*.

I gruppi maggiori si caratterizzano anche per il mantenimento di banche specializzate nel *wealth management* e nel settore della clientela "*private*", che operano con una ampia rete di promotori finanziari e sono supportate da centri di gestione dedicati.

Accanto alle grandi banche generaliste, conservano un ruolo importante i gruppi focalizzati nella sola distribuzione di prodotti del risparmio gestito e nel *wealth management* e si sono affermate realtà indipendenti che tendono a riprodurre un modello di integrazione verticale tra produzione e distribuzione.

La situazione delle banche piccole è più eterogenea. All'attività di semplice distribuzione di prodotti di terzi – basati su una molteplicità di accordi di collocamento – si contrappone la sottoscrizione, da parte di alcune di esse, di accordi di *partnership* strategica con operatori specializzati nel risparmio gestito; ne deriva uno stabile supporto potenzialmente idoneo ad elevare la formazione degli addetti e la qualità del servizio offerto alla clientela.

La sottoscrizione di prodotti di risparmio gestito senza ricorrere all'intermediazione di un collocatore è assai limitata, anche con riguardo a quelli negoziati in Borsa.

Da una panoramica dell'offerta del risparmio gestito nel nostro paese emerge altresì come gli operatori italiani siano assenti dal mercato degli ETF, prodotti con costi contenuti grazie a politiche di gestione di tipo passivo⁴, che si è pur tuttavia sviluppato con ritmi non dissimili da quelli degli altri paesi: dai dati di Borsa Italiana al 30 giugno 2018, il patrimonio investito nei prodotti quotati in Italia, tutti di diritto estero, era di circa 60 miliardi. Sono soprattutto gli investitori istituzionali a sottoscrivere questi prodotti, mentre la clientela *retail* detiene un limitato ammontare di tali strumenti.

⁴ Gli Exchange Traded Funds (ETFs) sono fondi comuni di investimento negoziati in Borsa al pari delle azioni che hanno come obiettivo d'investimento quello di replicare l'indice al quale si riferiscono (benchmark) attraverso una gestione di tipo passivo.

La sottoscrizione diretta dei fondi in Borsa, resa possibile dal lancio di una piattaforma di *trading* dedicata nel 2015, non è decollata; il mercato registra volumi molto bassi, nonostante la disponibilità di fondi con commissione di gestione contenuta grazie all'assenza della componente destinata a remunerare la distribuzione.

Nessuno dei maggiori gestori italiani ed esteri ha inserito i propri prodotti nella piattaforma, rendendo limitata la gamma di strumenti disponibili agli investitori. È verosimilmente prevalsa la preoccupazione che l'apertura di un canale di collocamento diretto, in concorrenza con le proprie reti distributive, potesse compromettere gli sforzi di fidelizzazione della clientela.

La crescita dei canali di sottoscrizione diretta delle quote dei fondi è funzionale anche al diffondersi della consulenza indipendente (cosiddetta *fee only*), in quanto consente di ampliare in modo decisivo l'universo degli strumenti potenzialmente oggetto di consiglio. La consulenza indipendente è cresciuta negli ultimi anni, ma interessa una quota minoritaria di risparmiatori con patrimoni di grande dimensione.

Nel modello di *business* largamente prevalente nel nostro paese, il costo dei prodotti caricato ai clienti incorpora sia il compenso della gestione finanziaria sia la remunerazione della rete di vendita: l'assistenza alla clientela nelle scelte di allocazione della ricchezza è prevalentemente fornita (e remunerata) all'interno dell'attività di vendita.

Come emerge da quanto sin qui premesso, la distribuzione continua a fare la parte del leone nella catena del valore del risparmio gestito. I dati desunti dalle segnalazioni di vigilanza mostrano che nel 2016 le SGR hanno retrocesso alle reti di collocamento circa il 70 per cento delle commissioni attive percepite sugli OICR italiani, percentuale sostanzialmente in linea con quella del 2006.

Lo sviluppo dei canali *online* registrati in questi anni non ha modificato la situazione; infatti, mentre i principali operatori del settore consentono spesso agli investitori di evitare il pagamento delle commissioni di entrata/uscita, alle quote collocate tramite questo canale sono applicate commissioni di gestione non dissimili da quelle afferenti le quote acquistabili presso gli sportelli, che includono, peraltro, i costi di distribuzione.

Sta di fatto che⁵, a fronte della tendenziale diminuzione delle commissioni di gestione registrata negli Usa e in altri paesi europei, negli ultimi dieci anni i costi dei fondi comuni italiani sono risultati in aumento sia per via della crescente applicazione di commissioni di entrata/uscita sia per l'introduzione delle commissioni di collocamento nei fondi "a scadenza".

Da rimarcare inoltre che l'incremento della quota di mercato dei gestori esteri non si è tradotto in un calo dei costi: da uno studio pubblicato dalla Consob⁶ si ricava che, a parità di categoria, le classi di quote dei fondi esteri offerte in Italia al "*retail*" hanno costi in linea se non superiori a quelli dei fondi domestici⁷.

⁵ Come emerge dallo studio della Banca d'Italia citato nella nota n. 1.

⁶ G. Finiguerra, G. Frati, R. Grasso, *Il costo dei fondi comuni in Italia*, Discussion Papers, 8, gennaio 2018.

⁷ Come rimarcato da alcuni osservatori, sfruttando gli spazi lasciati da una normativa europea non omogenea, diversi gruppi offrono in Italia fondi esteri caratterizzati da commissioni di performance che hanno una struttura (in particolare la frequenza del prelievo infra-annuale) non in linea con i criteri più restrittivi adottati dalle autorità italiane, che ammettono il prelievo solo una volta all'anno. Anche grazie agli stimoli delle autorità italiane, l'ESMA sta approfondendo la materia, con l'obiettivo di formulare alcuni comuni principi di carattere generale ai quali le autorità nazionali dovrebbero ispirarsi nell'attività di controllo.

I fattori di cambiamento e le sfide del futuro

Con cadenza periodica ci si interroga sulla sostenibilità nel lungo periodo dell'assetto che il risparmio gestito ha assunto nel nostro paese; si sottolinea, in tale ambito, l'esigenza di ridurre i costi per la clientela, di innalzare l'efficienza del servizio offerto ai risparmiatori, di garantire la crescita e la competitività dell'industria italiana.

Il perseguimento di tali esigenze va inquadrato nel contesto in cui andrà sviluppandosi la gestione del risparmio, tenendo conto, in particolare, delle modificazioni del quadro macroeconomico, delle modalità di attuazione della Mifid2, della crescita del *fintech*.

Quanto al quadro macroeconomico, non si può non rilevare come le incertezze geopolitiche vadano ad accrescere la volatilità influenzando pesantemente sia i mercati obbligazionari sia quelli azionari. Si va prefigurando uno scenario nettamente diverso dalla fase di incremento congiunto dei mercati obbligazionari e azionari che abbiamo vissuto negli ultimi anni.

L'emissione di nuovi titoli a reddito fisso con interessi in crescita o comunque non più a zero può rendere meno competitiva l'offerta dei fondi, le cui *performance* potrebbero non giustificare più i costi di tali prodotti.

In secondo luogo, le innovazioni normative più recenti, soprattutto l'entrata in vigore della Mifid2, sono destinate a produrre rilevanti effetti sull'organizzazione degli intermediari e nei rapporti con la clientela.

Nel nuovo quadro definito dalla Mifid2, la regolamentazione entra con maggiore incisività nei processi produttivi degli intermediari con l'obiettivo di rafforzare i presidi mirati a mettere il cliente e i suoi bisogni al centro dell'azione degli intermediari. Se ne ricordano di seguito gli aspetti che operano maggiormente in tale direzione.

La nuova disciplina pone obblighi precisi in materia di disegno e distribuzione dei prodotti per realizzare un corretto rapporto tra gestori e distributori e tra questi e la clientela *retail* (la cosiddetta *product e distribution governance*), prevedendo nuovi e più incisivi poteri delle autorità (*product intervention*) per contrastare le fattispecie di maggiore pericolo per la tutela degli investitori.

Vengono rafforzati i requisiti di competenza e professionalità degli addetti che forniscono consigli ai clienti, richiedendo agli intermediari di innalzare il livello dei processi di formazione.

Vengono introdotti nuovi obblighi di trasparenza e di rendicontazione alla clientela sui servizi svolti e sulla *performance* effettiva dei loro portafogli.

È più chiara la distinzione tra la consulenza legata all'attività di vendita e quella indipendente. Con la creazione dell'organismo dei consulenti finanziari si realizza un quadro disciplinare definito per la prestazione della consulenza indipendente da parte dei soggetti diversi da banche e SIM.

La maggiore trasparenza dei costi applicati è elemento chiave per accrescere la consapevolezza dei risparmiatori; è prevedibile una pressione della clientela nei confronti degli intermediari per una riduzione delle commissioni. Per altro verso, l'attuazione della nuova regolamentazione implica costi di *compliance* non irrilevanti soprattutto per le strutture di minore dimensione.

Si rileva, in terzo luogo, come il risparmio gestito potrà essere profondamente influenzato dal dispiegarsi degli effetti derivanti dall'applicazione delle tecnologie digitali (*fintech*).

È facile profezia affermare che le innovazioni tecnologiche avranno un impatto significativo su tutte le fasi produttive: dall'elaborazione delle scelte di gestione nel processo di investimento alle modalità di contabilizzazione ed esecuzione degli ordini, dalla registrazione delle transazioni alle comunicazioni verso la clientela e le controparti. Ne conseguiranno profonde trasformazioni nell'organizzazione degli intermediari⁸.

La crescente familiarità degli investitori verso l'utilizzo degli strumenti digitali nei pagamenti e nelle transazioni finanziarie può creare le condizioni per il lancio, nel nostro paese come nel resto d'Europa, di modelli di collocamento che si sono affermati da tempo negli Stati Uniti e che vedono l'utilizzo esclusivo del canale *online* da parte di grandi *asset manager* per collocare le quote dei fondi gestiti e per offrire servizi di consulenza personalizzata ai risparmiatori.

Dati i prezzi praticati da questi operatori per il servizio di consulenza al pubblico *retail* (nell'ordine dei 30 *basis points*) e il prezzo implicito pagato per la distribuzione dai sottoscrittori dei fondi comuni italiani (superiore ai 90 *basis points*) si può facilmente immaginare quanto spazio ci sia per una concorrenza più incisiva.

Posto poi che gli spazi per una riduzione dei costi per la clientela risiedono nella componente della distribuzione più che in quella della produzione, ne consegue che solo lo spostamento verso prodotti/attività a maggiore valore aggiunto e l'aumento dell'efficienza operativa potranno consentire di fronteggiare la pressione sui margini. Ciò significa essere in grado di generare per gli investitori un più efficiente rapporto tra rischio e rendimento a costi più contenuti, ottimizzando le strutture operative e sfruttando al massimo le potenzialità della rivoluzione digitale.

Si riafferma come tema centrale l'esigenza di innalzare la qualità del servizio ai risparmiatori, uscendo dalla logica della mera vendita di "beni" ed entrando in quella dell'offerta di un efficace servizio di allocazione del risparmio.

Le fasi della produzione e della distribuzione dei prodotti finanziari dovranno pertanto combinarsi meglio per realizzare un ottimale servizio di gestione del risparmio. La loro azione congiunta è cruciale per l'efficacia dell'attività di gestione del risparmio, che dipende, nella fase di produzione, dall'efficienza delle scelte di investimento finanziario e, nella fase di distribuzione, dalla capacità di proporre ai risparmiatori un ventaglio di prodotti coerente con i loro bisogni e la loro propensione al rischio.

Non si può poi sottacere come la regolamentazione dell'offerta dei servizi finanziari non garantisca di per sé la piena tutela del risparmio ove non venga accompagnata da un adeguato livello di educazione finanziaria dei risparmiatori.

Occorre sviluppare l'educazione finanziaria soprattutto verso la componente più minuta del risparmio, che si rivolge agli sportelli bancari al di fuori dello schema della consulenza. L'assistenza fornita dalle reti di vendita ai clienti nell'ambito dell'attività di collocamento di prodotti finanziari dovrebbe qualificarsi per la capacità di generare educazione finanziaria nei confronti dei clienti innalzandone il livello di consapevolezza. Verso il medesimo obiettivo dovrebbe indirizzarsi il disegno dei prodotti destinati al grande pubblico, che dovrebbero distinguersi per chiarezza e semplicità.

* * *

⁸ In quest'ambito, un fenomeno su cui viene posta molta attenzione è lo sviluppo dei cosiddetti *robo-advisors*, visto anche come un fattore che può sostenere nel medio periodo la crescita della consulenza indipendente.

Le sfide che si delineano nel prossimo futuro non sono di poco conto, per i gestori come per i distributori, che si trovano di fronte un *puzzle* non facile da risolvere: ritorno della volatilità sui mercati, maggiori costi di *compliance*, pressioni sui prezzi da parte dei clienti, concorrenza accresciuta sia nell'ambito degli operatori "tradizionali" che tra questi e i nuovi soggetti del *fintech*, necessità di investimenti per migliorare il servizio alla clientela, vincoli di capitale.

Negli operatori sembra esservi consapevolezza di quanto siano cruciali le scelte da compiere. Appare fondato l'auspicio di una crescita del risparmio gestito che faccia leva su un migliorato supporto ai bisogni finanziari di famiglie e imprese.

