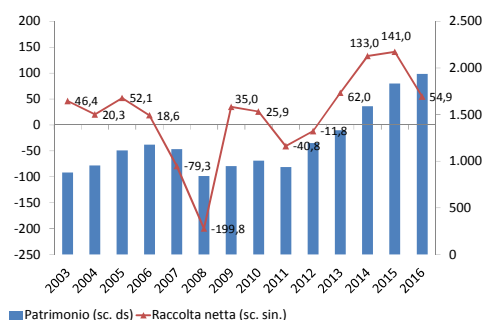


## L'industria del risparmio gestito in Italia

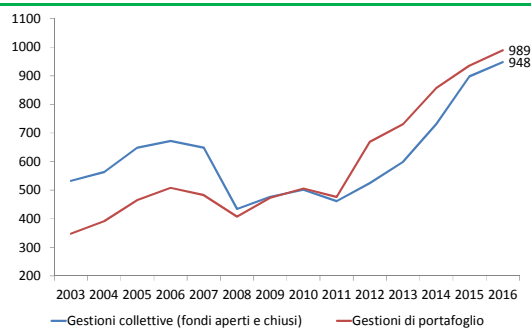
(mld. di euro)



Fonte: Assogestioni

## Italia: patrimonio dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali

(mld di euro)



Fonte: Assogestioni

Nel 2016 il **patrimonio del risparmio gestito** ha raggiunto un nuovo massimo storico toccando 1.937 mld di euro. A trainare la raccolta (+55 mld di euro) è stato il comparto relativo dei fondi comuni (+35 mld di euro). La ricerca di rendimenti dal lato della domanda e di ricavi alternativi al margine di interesse dal lato dell'offerta ha portato le banche negli ultimi anni ad accrescere in modo considerevole la distribuzione di prodotti di risparmio gestito.

Si calcola che nel triennio 2013-2015 le banche abbiano collocati quasi €200 mld di fondi comuni, gestioni patrimoniali e prodotti assicurativi vita. Lo sviluppo di questa attività ha portato a un aumento medio annuo del 15% delle commissioni da gestione e intermediazione del risparmio. In Italia, a partire dal 2017 sono stati introdotti i **Piani Individuali di Risparmio (Pir)**. Si tratta di uno strumento che ha come obiettivo quello di canalizzare una parte del risparmio verso le piccole e medie imprese italiane nelle quali i Pir devono investire una quota rilevante del patrimonio raccolto. I Pir offrono un trattamento fiscale agevolato: mantenendoli in portafoglio per almeno cinque anni non verrà applicato il prelievo fiscale sul *capital gain*. Per i privati il limite di sottoscrizione è stato fissato a 30mila euro l'anno, mentre gli investitori istituzionali, i fondi pensione e le casse previdenziali possono investire fino al 5% delle proprie attività.

n. 6

17 febbraio 2017



**BNL**  
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca  
per un mondo  
che cambia

## **Il risparmio gestito tra crescita e innovazione: i Pir** S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

Nel 2016 il patrimonio del risparmio gestito ha raggiunto un nuovo massimo storico toccando 1.937 mld di euro (+100 mld rispetto a fine 2015). A trainare la raccolta (+55 mld di euro) è stato, ancora una volta, il comparto relativo alle gestioni collettive e in particolare ai fondi comuni. Nei dodici mesi il saldo netto tra sottoscrizioni e riscatti di fondi comuni è stato pari a 35 mld di euro. Il peso dei fondi comuni sul totale del risparmio gestito negli ultimi anni è progressivamente aumentato grazie a un ritmo di sviluppo più sostenuto rispetto alle gestioni patrimoniali; il valore attuale (51%) resta comunque distante rispetto a quello relativo a prima della crisi finanziaria (57%). Il patrimonio gestito dai fondi comuni aperti (italiani ed esteri) sul mercato italiano ammonta a fine 2016 a 900 mld di euro.

La ricerca di rendimenti dal lato della domanda e di ricavi alternativi al margine di interesse dal lato dell'offerta ha portato le banche negli ultimi anni ad accrescere in modo considerevole la distribuzione di prodotti di risparmio gestito. Si calcola che nel triennio 2013-2015 le banche italiane abbiano collocato quasi €200 mld di fondi comuni, gestioni patrimoniali e prodotti assicurativi vita. Lo sviluppo di questa attività ha portato a un aumento medio annuo del 15% delle commissioni da gestione e intermediazione del risparmio. Un contributo rilevante è stato fornito dalla raccolta in fondi comuni per i quali la crescita dei ricavi è stata in media del 25%.

La Legge di Stabilità approvata lo scorso dicembre ha introdotto in Italia, a partire dal 2017, una nuova forma di investimento: i Piani Individuali di Risparmio (Pir). Si tratta di uno strumento che ha come obiettivo quello di canalizzare una parte del risparmio verso le piccole e medie imprese italiane nelle quali i Pir devono investire una quota rilevante del patrimonio raccolto. I Pir offrono un trattamento fiscale agevolato: mantenendoli in portafoglio per almeno cinque anni non verrà applicato il prelievo fiscale sul *capital gain*. Qualora l'investitore decidesse di smobilizzare la posizione prima dei cinque anni si applicherebbero le aliquote ordinarie. È inoltre prevista l'esenzione totale dalle imposte di successione.

In considerazione della maggior rischiosità di questo strumento rispetto ad altre tipologie di investimento l'ammontare sottoscrivibile non è discrezionale ma presenta dei limiti massimi. Per i privati il limite è stato fissato a 30mila euro l'anno, mentre gli investitori istituzionali, i fondi pensione e le casse previdenziali possono investire fino al 5% delle proprie attività.

Nel 2016 il mercato del risparmio gestito ha continuato ad attrarre notevoli flussi di capitale da parte dei risparmiatori italiani. Il perdurare di una situazione di mercato caratterizzata da tassi molto contenuti, volatilità dei mercati azionari e incertezze di tipo macroeconomico legate alla Brexit e alle moderate prospettive di crescita di alcune tra le grandi economie hanno spinto i risparmiatori a continuare ad affidarsi a gestori professionali per l'allocazione dei propri investimenti.

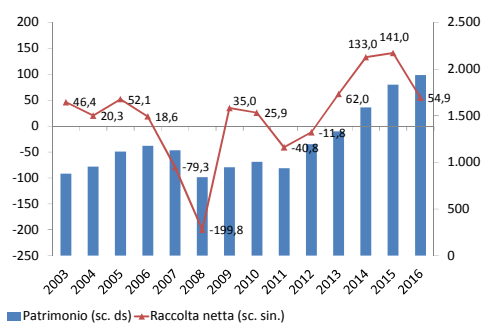
Nel 2016 il patrimonio del risparmio gestito ha raggiunto un nuovo massimo storico toccando 1.937 mld di euro con un incremento di circa 100 mld rispetto a fine 2015 (+5,7%). Il ritmo di sviluppo nel 2016 ha registrato un moderato rallentamento rispetto

agli anni passati, tuttavia dal 2011, ultimo anno di flessione registrato dall'industria, il patrimonio è raddoppiato con una crescita media annua di 200 mld euro. In soli cinque anni l'incremento è stato pari a 1000 mld di euro, le gestioni collettive (fondi comuni aperti e chiusi) sono passati da 481 a 948 mld di euro e le gestioni di portafoglio da 476 a 989 mld di euro.

La composizione del patrimonio gestito evidenzia una leggera prevalenza delle gestioni di portafoglio (GPF, GPM, Gestioni previdenziali e Gestioni di prodotti assicurativi) che detengono una quota pari al 51% a fronte del 49% di patrimonio riferibile ai fondi comuni (aperti e chiusi). Il peso dei fondi comuni sul totale del risparmio gestito negli ultimi anni è progressivamente aumentato grazie a un ritmo di sviluppo più sostenuto rispetto alle gestioni patrimoniali; il valore attuale resta comunque distante rispetto a quello relativo a prima della crisi finanziaria (57%).

### L'industria del risparmio gestito in Italia

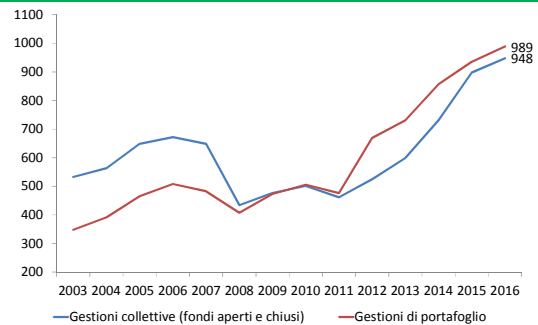
(mld. di euro)



Fonte: Assogestioni

### Italia: patrimonio dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali

(mld di euro)



Fonte: Assogestioni

Tra i due grandi comparti del risparmio gestito, le gestioni di portafoglio hanno evidenziato una crescita del patrimonio prossima al 6% e hanno registrato un flusso di raccolta netta pari a 20 mld di euro. Il patrimonio complessivo, che ammonta a 989 mld di euro, è costituito prevalentemente da gestioni istituzionali (864 mld), mentre quelle *retail* ammontano a 125 mld di euro.

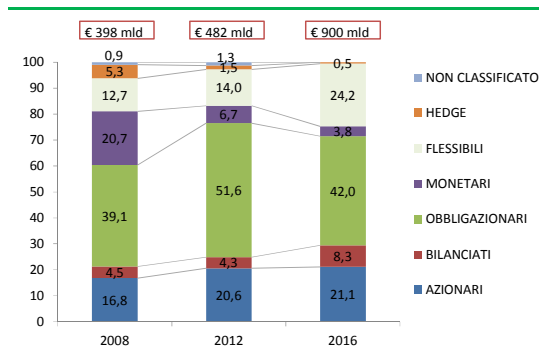
A trainare la raccolta del risparmio gestito anche nel 2016 è stato l'altro grande comparto, quello relativo alle gestioni collettive e in particolare ai fondi comuni. Nei dodici mesi il saldo netto tra sottoscrizioni e riscatti di fondi comuni è stato pari a 35 mld di euro. In una situazione caratterizzata da bassi tassi di interesse e volatilità dei mercati azionari una categoria di fondi molto richiesta è stata quella dei flessibili che, non essendo legati a un *benchmark*, 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 14,6 mld di euro. Si registra inoltre un marcato ritorno di interesse per i fondi obbligazionari, che hanno raccolto 18,8 mld di euro, oltre la metà della raccolta totale. Meno brillanti, seppure positivi, i risultati per i fondi bilanciati (+€4,2 mld) mentre quelli azionari (-€1,6 mld) e quelli monetari (-€1 mld) hanno registrato un saldo negativo tra sottoscrizioni e riscatti. Leggermente negativa la raccolta netta dei fondi *hedge* (-€0,4 mld).

Circa il 96% 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 900 mld di euro. La crescita del patrimonio registrata nel 2016 (+51 mld di euro) è legata

prevalentemente alla dinamica della raccolta (+35 mld) mentre ha inciso in misura minore la rivalutazione del patrimonio, rimasta positiva anche se caratterizzata da rendimenti più contenuti rispetto allo scorso anno.

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

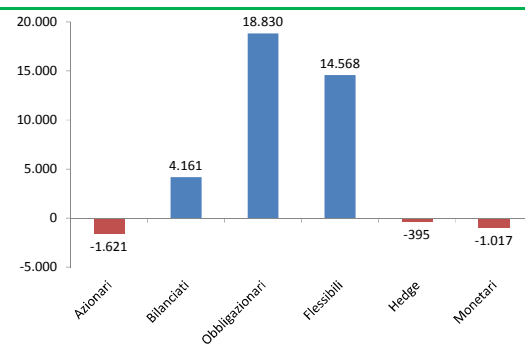
(quote %)



Fonte: Assogestioni

**Fondi comuni: raccolta netta 2016**

(mln di euro)



Fonte: Assogestioni

Osservando la distribuzione del patrimonio emerge come i prodotti obbligazionari costituiscano di gran lunga il comparto più scelto dai risparmiatori, il loro peso sul totale ammonta al 42%, 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 (8,3%), fondi hedge (0,7%) e fondi monetari (3,8%).

Relativamente al domicilio dei fondi si 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 fine 2016 il peso dei fondi di diritto estero sul patrimonio complessivo ammontava al 73% del totale a fronte del 27% di quelli italiani. Nel 2009 il patrimonio dei fondi era ripartito quasi al 50% tra fondi italiani ed esteri, nel 2004 la situazione era pressoché 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.

**Il risparmio gestito nei bilanci bancari e la diffusione dei fondi "target"**

Lo slancio acquisito dal risparmio gestito in questi ultimi anni è stato guidato da molteplici fattori; i risparmiatori si sono confrontati con un mercato finanziario caratterizzato da turbolenze ed elevata volatilità in tutte le principali categorie di investimento e da tassi di interesse prossimi allo zero, in alcuni casi negativi. Dal lato dell'offerta le banche hanno visto contrarsi i ricavi da margine di interesse e aumentare lo stock di crediti deteriorati, con un conseguente incremento dell'assorbimento patrimoniale richiesto a fini di vigilanza.

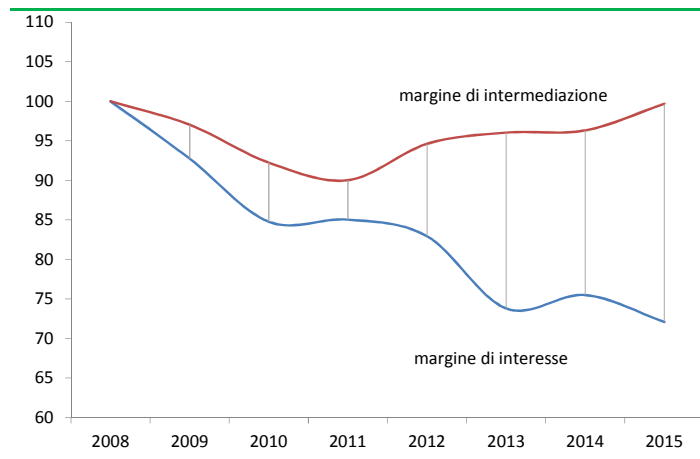
La ricerca di rendimenti da parte dei risparmiatori e di ricavi alternativi al margine di interesse dal lato dell'offerta hanno portato le banche ad accrescere in modo considerevole la distribuzione di prodotti di risparmio gestito. Si calcola che nel triennio 2013-2015 le banche italiane abbiano collocato quasi €200 mld di fondi comuni,

gestioni patrimoniali e prodotti assicurativi vita. Lo sviluppo di questa attività ha portato a un aumento medio annuo del 15% delle commissioni da gestione e intermediazione del risparmio. Un contributo rilevante è stato fornito dalla raccolta in fondi comuni per i quali la crescita dei ricavi è stata in media del 25%.

L'apporto fornito dai fondi comuni ai ricavi da commissioni è dovuto, oltre che all'aumento dei volumi, anche alla crescente diffusione di alcuni prodotti denominati *target maturity* o "fondi obiettivo". La caratteristica di questi fondi è quella di avere un'*asset allocation* dinamica, che diventa sempre più prudente con l'avvicinarsi di una data di scadenza prefissata. Il gestore si pone come obiettivo quello di ottimizzare la combinazione rischio-rendimento in funzione dell'orizzonte temporale. Il peso assegnato alle classi più rischiose dell'attivo muterà secondo un percorso definito, ad esempio l'investimento nella componente azionaria con il passare degli anni si ridurrà a favore di liquidità e obbligazioni. Il progressivo ribilanciamento degli asset seguirà percorsi diversi in funzione del prodotto, del gestore e della società emittente.

### Sistema bancario italiano: margini economici

(numero indice 2008=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

L'aumento della distribuzione agli sportelli dei fondi target, che tipicamente prevedono l'applicazione di una commissione di collocamento (*upfront*) ammortizzata dalla società di gestione per la durata dell'investimento, ha contribuito alla crescita dei ricavi e modificato le modalità di remunerazione delle reti distributive, meno incentrate sulla retrocessione delle commissioni di gestione. Si stima che, rispetto agli anni precedenti nel 2015 la componente di redditività riveniente dagli *upfront* sia ammontata al 25% delle commissioni totali dei fondi comuni nel 2015.

Nonostante la raccolta netta positiva e l'aumento del patrimonio gestito siano continuati nel corso del 2016, la distribuzione dei fondi target, più remunerativi nell'immediato rispetto a quelli tradizionali, ha registrato un rallentamento. La riduzione delle commissioni di collocamento ha comportato una flessione dei margini unitari, solo parzialmente compensata dalla ricomposizione dell'offerta verso tipologie di fondi con margini unitari più elevati e di *repricing* sui prodotti flessibili.

A risentire in misura più accentuata di questo cambio di orientamento del mercato sono gli intermediari che hanno privilegiato la redditività di breve termine collocando prodotti che garantivano *upfront* più elevati rispetto a quelli caratterizzati da una struttura dei costi incentrata in misura maggiore su commissioni più basse ma ricorrenti, come le

tradizionali commissioni di gestione, in grado di contribuire in maniera più stabile ai risultati di conto economico.

Nel complesso, a fronte di un peso ancora rilevante delle commissioni da risparmio gestito per il sistema bancario italiano, il contributo alla redditività potrebbe presentarsi più contenuto per effetto di un minor ritmo di espansione per i ricavi da risparmio gestito e assicurativo.

### **Nel 2017 nascono i piani individuali di risparmio in Italia**

La legge di Stabilità approvata lo scorso dicembre ha introdotto in Italia, a partire dal 2017, i Piani Individuali di Risparmio (Pir). Si tratta di uno strumento di investimento che ha come obiettivo quello di canalizzare una parte del risparmio verso le piccole e medie imprese italiane.

I Pir sono strumenti che possono assumere varie forme (fondi, conti titoli, gestioni patrimoniali) e utilizzare diverse tipologie di prodotti finanziari (azioni, obbligazioni, Etf, depositi e conti correnti) purché la composizione dei portafogli osservi una serie di prescrizioni definite dalla normativa che li istituisce.

1. In ciascun anno solare di durata del piano, per almeno i due terzi dell'anno stesso, le somme o i valori destinati nel piano di risparmio a lungo termine devono essere investiti per almeno il 70% in strumenti finanziari (anche non negoziati nei mercati regolamentati) emessi da imprese residenti in Italia o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo con stabile organizzazione in Italia;
2. la predetta quota del 70% deve essere investita per almeno il 30% per cento del valore complessivo in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB della Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati. Questo vincolo consente di dare sostegno alle imprese di minore classe dimensionale che presentano tipicamente maggiori difficoltà nel reperimento di capitale;
3. le imprese non possono essere società che svolgono attività immobiliare;
4. le somme o i valori destinati nel piano non possono essere investiti per una quota superiore al 10% del totale in strumenti finanziari di uno stesso emittente o stipulati con la stessa controparte.

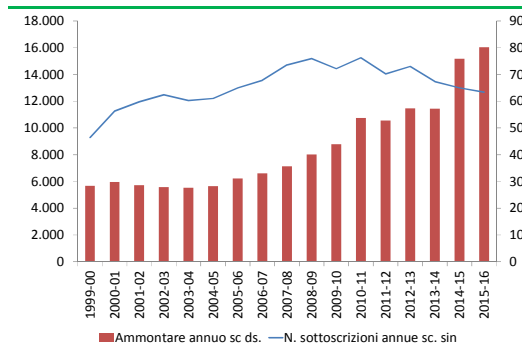
Ciò che rende i Pir particolarmente interessanti per i risparmiatori è un trattamento fiscale agevolato previsto solo per chi sottoscrive un Pir e lo tiene in portafoglio per almeno cinque anni. In questo caso non verrà applicato il prelievo fiscale sui *capital gain* pari al 12,5% sui titoli di Stato e al 26% per tutti gli altri investimenti finanziari. Naturalmente qualora l'investitore decidesse di smobilizzare la posizione prima dei cinque anni si applicherebbero le aliquote ordinarie. È inoltre prevista per i Pir l'esenzione totale dalle imposte di successione.

In considerazione della maggior rischiosità di questo strumento rispetto ad altre tipologie di investimento l'ammontare sottoscrivibile non è discrezionale ma presenta dei limiti massimi. Per i privati il limite è stato fissato a 30mila euro l'anno, e quindi raggiunge i 150mila euro massimo nei cinque anni, mentre gli investitori istituzionali, i fondi pensione e le casse previdenziali possono investire fino al 5% delle loro attività. Attraverso i Pir gli investitori istituzionali, detentori di patrimoni considerevoli, potrebbero sostenere in misura maggiore l'economia reale, sia direttamente sia coinvolgendo gli investitori retail con la creazione di nuovi strumenti *ad hoc*, ad esempio polizze assicurative costruite in modo tale da rispettare i vincoli della normativa e sfruttare le agevolazioni fiscali.

I Pir, anche se finalizzati a finanziare le Pmi, riflettono uno schema già utilizzato in altri paesi. Nel Regno Unito esistono prodotti, pur con finalità differenti, che beneficiano di un trattamento fiscale privilegiato denominati *Individual Savings Accounts* (ISA) operanti già dagli anni Novanta.

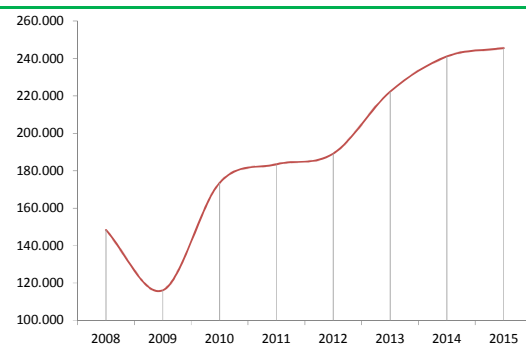
Gli ISA, introdotti nel Regno Unito nel 1999, sono uno strumento di risparmio nato con l'intento di favorire una maggiore propensione al risparmio a lungo termine, soprattutto da parte degli individui con redditi medio-bassi. Questi strumenti presentano la peculiarità che i proventi derivanti da interessi, dividendi o rivalutazione delle azioni sono esenti da tasse. L'ammontare sottoscrivibile è variabile in funzione della tipologia (*cash ISA* o *stocks and shares ISA*) ed è stato ampliato in modo progressivo a partire dal 2008. Attualmente il limite complessivo ha raggiunto £15.000 l'anno. Nell'anno fiscale 2015-16 sono stati sottoscritti circa 13 milioni di ISA per un ammontare pari a £80 mld. Complessivamente il valore di mercato ammonta a quasi £520 mld.

**Regno Unito: Individual Savings Accounts (ISA)**  
(migliaia; mln di £)



Fonte: UK Government Statistics

**Regno Unito: valore di mercato degli Individual Savings Accounts**  
(mln di £)



Fonte: UK Government Statistics

Pur con un dimensionamento del mercato ridotto rispetto agli ISA, se dovessero trovare un riscontro da parte dei risparmiatori i Pir potrebbero fornire alle Pmi un apporto di capitale non trascurabile. Alcune analisi stimano che nei cinque anni dai Pir potrebbero derivare flussi di capitali nell'ordine di 10 mld di euro, un ammontare pari a oltre il 25% dell'attuale flottante delle azioni di *small e medium cap*, che contribuirebbe ad accrescere la liquidità in un segmento di mercato tradizionalmente caratterizzato dalla presenza di un numero ridotto di investitori.

In ottica individuale i Pir possono rappresentare un'ulteriore possibilità per ampliare la diversificazione del proprio portafoglio nella ricerca di una combinazione ottimale rischio-rendimento. Investire nel mercato delle Pmi richiede una notevole competenza in termini gestionali e una buona conoscenza del settore, caratterizzato da elevata volatilità e oscillazioni considerevoli dei prezzi. In quest'ottica diventa rilevante, nello strutturare i Pir, una fase accurata di selezione e monitoraggio delle aziende in cui investire.

Se da un punto di vista finanziario l'idea di convogliare risorse verso le numerose Pmi che non sono in grado di ricorrere direttamente al mercato azionario o obbligazionario riscuote unanimi consensi, dal lato dei risparmiatori i benefici di un investimento in Pir alimentano alcuni interrogativi. Certamente il settore di investimento appare rispetto ad altri meno liquido nonostante i vincoli sulla concentrazione e le possibilità di diversificazione che possono essere operate dai gestori. Il vantaggio fiscale può essere

letto come una sorta di premio al rischio che il legislatore offre a chi è disponibile a veicolare i propri risparmi in un segmento meno liquido. Per la natura stessa dello strumento non è possibile effettuare una diversificazione del rischio geografico (sono solo aziende italiane) né specifico (dimensionalmente si tratta di Pmi), lasciando un'esposizione in caso di shock di mercato "country specific".

In merito al vantaggio fiscale occorre inoltre considerare almeno due fattori: il primo che si tratta, di fatto, di un investimento "vincolato" dal momento che una liquidazione prima dei cinque anni porterebbe alla perdita delle agevolazioni fiscali; in secondo luogo per valutare in modo appropriato l'effettivo "appeal" della fiscalità agevolata occorre confrontare con altri strumenti la struttura dei costi che verrà proposta dagli intermediari. Ad esempio una recente analisi ha evidenziato come uno tra i primi Pir collocati in Italia abbia un costo di ingresso pari al 4% e una commissione annuale di gestione prossima all'1,5%, oltre a possibili commissioni di performance che scattano superata una certa soglia di rendimento. Il vantaggio effettivo rispetto ad altri strumenti tassati ad aliquota ordinaria ma molto meno costosi, come ad esempio gli Etf, o altre tipologie di fondi, costituisce un importante elemento di valutazione nell'analisi costi-benefici dell'investimento.

Nel complesso, come per ogni tipologia di investimento, non è valutabile in assoluto la convenienza o l'opportunità di inserimento nel proprio portafoglio; per investire in modo consapevole, oltre a cogliere appieno le peculiarità dello strumento è importante analizzare la struttura dei costi e selezionare l'affidabilità e le capacità gestionali dell'intermediario proponente.

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. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.  
Direttore responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com