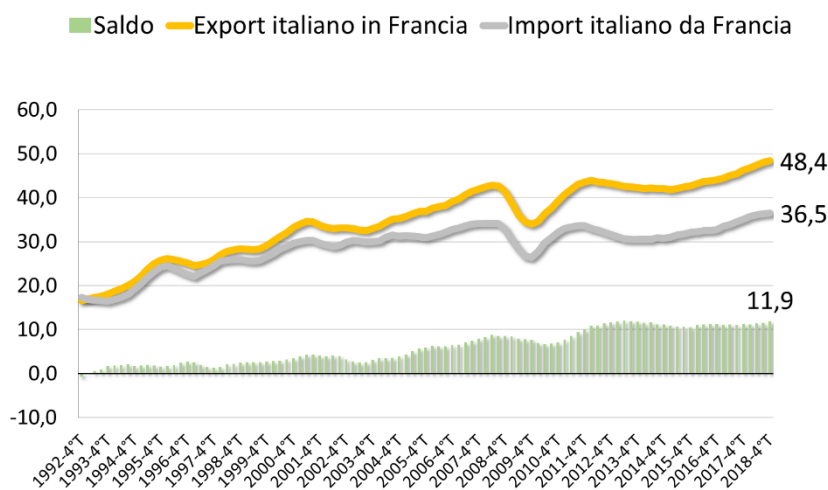


Interscambio Italia-Francia

(miliardi di euro; flussi annui)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Istat

La **relazione franco-italiana è ricca di valore economico, finanziario e sociale**, specialmente per l'Italia. Lo illustrano alcuni numeri. Nel 2018, 48 miliardi di export italiano verso la Francia con un surplus commerciale a nostro favore di 12 miliardi. Più di 300 miliardi di crediti da parte di banche francesi a residenti in Italia. Oltre 250mila posti di lavoro presso le controllate in Italia di imprese francesi. Numeri importanti, che potranno crescere ancora con mutuo vantaggio.

L'**industria del risparmio gestito** negli ultimi anni è stata caratterizzata da un ritmo di sviluppo molto pronunciato. Nel 2018 tuttavia l'industria italiana del risparmio gestito ha registrato una flessione dopo sei anni di crescita. A dicembre 2018 il patrimonio complessivo ammontava a 2.002 mld di euro, un valore di poco inferiore a quello registrato a fine 2017.

Nel **comparto dei fondi** si è registrata una raccolta netta negativa pari a -2,2 mld di euro, ascrivibile esclusivamente ad una marcata contrazione dei fondi obbligazionari che nei 12 mesi hanno registrato un deflusso netto pari a oltre 24 mld di euro. Tutti gli altri comparti, pur in misura diversa, hanno chiuso il 2018 con una raccolta netta positiva. Un notevole sostegno nel 2018 è venuto dai fondi Pir la cui raccolta nei primi tre trimestri del 2018 ha costituito oltre un terzo della raccolta totale. Tuttavia, in attesa dell'attuazione delle nuove regole introdotte dalla legge di Bilancio 2019, si è arrivati a un sostanziale blocco del mercato dei Pir che potrebbe penalizzare i volumi di raccolta per l'anno in corso.

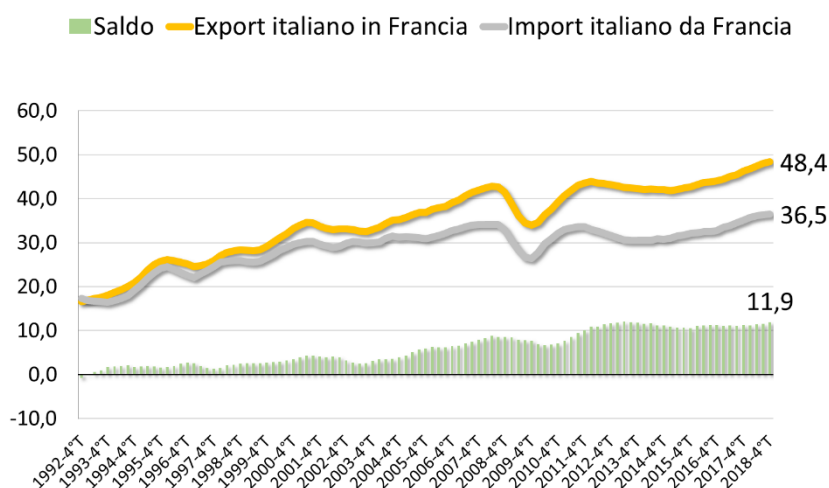
Il mercato del risparmio gestito è chiamato inoltre a confrontarsi con i nuovi adempimenti introdotti dalla **Mifid II**, tra cui gli accresciuti obblighi di trasparenza e rendicontazione alla clientela che potrebbero preludere a una pressione al ribasso sulle commissioni.

Editoriale: Sulle orme di Leonardo

Giovanni Ajassa ☎ 06-47028414 giovanni.ajassa@bnlmail.com

Interscambio Italia-Francia

(miliardi di euro; flussi annui)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Istat

Tra meno di tre mesi ricorrerà il cinquecentesimo anniversario della morte di Leonardo da Vinci, avvenuta in Francia: precisamente, nel castello di Amboise dove il genio italiano trascorse l'ultimo scorcio della sua vita continuando a compiere studi e ricerche ospite del re Francesco I. Quello di Leonardo è solo un esempio della ricchezza della relazione franco-italiana. Una relazione di eccezionale valore sotto il profilo storico, culturale e politico. Una relazione, ai giorni d'oggi, di rilevanza strategica anche per l'economia, la finanza e il lavoro.

I numeri odierni della ricca relazione che lega Francia e Italia sotto il profilo economico-finanziario sono molteplici. Un dato su tutti riguarda la rilevanza dell'interscambio commerciale, che vede la Francia essere il secondo mercato di sbocco dell'export italiano e l'Italia collocarsi tra i primi posti della graduatoria dei clienti delle vendite oltre frontiera del paese transalpino. Più in dettaglio, nel corso del 2018 le esportazioni italiane in Francia hanno superato i 48 miliardi di euro, cogliendo il massimo storico degli ultimi venti anni. A fronte di importazioni dalla Francia di poco superiori ai 36 miliardi di euro, l'avanzo commerciale bilaterale segnato dall'Italia si avvicina ai 12 miliardi di euro. Dopo gli Stati Uniti e il Regno Unito, la Francia ha la palma del terzo avanzo commerciale dell'Italia in una classifica che per il Belpaese ha un valore che va ben oltre la solidità dei conti con l'estero.

Avere mercati nei confronti dei quali l'Italia sistematicamente accumula un surplus tra export e import contribuisce non poco a controbilanciare in termini di stabilità finanziaria complessiva il "minus" strutturale sofferto dal nostro Paese per il fatto

dell'essere titolare di uno dei più elevati debiti pubblici del Pianeta. In più, in una cornice congiunturale dove gli scambi internazionali soffrono per le crescenti pressioni protezionistiche, le esportazioni verso la Francia sembrano godere di migliore salute, con un incremento annuo che nel 2018 ha superato del cinquanta per cento l'aumento complessivo dell'export italiano verso il totale Mondo.

Accanto ai commerci, il credito. Una dimensione meno conosciuta della profondità della relazione franco-italiana riguarda l'esposizione delle banche d'oltralpe nei confronti dei residenti in Italia. Secondo i dati più aggiornati diffusi dalla Banca dei Regolamenti Internazionali al terzo trimestre del 2018 il credito delle banche francesi verso l'Italia si attestava a 312 miliardi di dollari, pari a oltre il 45 per cento dell'intera esposizione verso l'Italia delle banche segnalanti alla BRI e pari a 669 miliardi di dollari. Interessante è osservare come, dopo la prima posizione occupata dalle banche francesi, la seconda piazza ricoperta nell'esposizione verso l'Italia dalle banche tedesche corrisponda ad una consistenza di crediti che, al terzo trimestre del 2018, non raggiungeva i 100 miliardi di dollari, meno della terza parte dell'attivo francese. Dal lato francese, l'esposizione delle banche italiane verso i residenti nel paese transalpino si attesta al terzo trimestre del 2018 a circa 60 miliardi di dollari, meno della quinta parte della consistenza dei fondi indirizzati dalla Francia all'Italia. Per converso, la Francia riceve dal complesso delle banche estere un credito che alla data in questione risultava pari a 1.140 miliardi di dollari, circa due volte la consistenza di fondi intercettata dall'Italia. La considerazione di questi numeri rende evidente come, oltre che per la rilevanza dei rapporti bilaterali, la relazione franco-italiana sul fronte del credito rappresenti per l'Italia un valore ulteriore nel mantenimento di un collegamento tra il nostro sistema economico con un "hub" finanziario di rilievo globale.

Last but not least, la ricchezza economica della relazione franco-italiana si declina sul fronte delle imprese e del lavoro. Con circa duemila aziende controllate in Italia le imprese francesi impiegano in Italia 254mila addetti. I dati sono relativi al 2016 e collocano la Francia al secondo posto dopo gli Stati Uniti e prima della Germania nella graduatoria dei datori di lavoro non residenti operanti nel nostro Paese. Per converso, sono circa 80mila i lavoratori impiegati in Francia presso oltre 1.600 controllate da imprese italiane. Sulle orme di Leonardo, i numeri sono cresciuti. E, con mutuo vantaggio, potranno crescere ancora.

Un 2018 in rallentamento per il risparmio gestito

S. Ambrosetti  stefano.ambrosetti@bnlmail.com

L'industria del risparmio gestito negli ultimi anni è stata caratterizzata a livello internazionale da una dinamica di crescita molto pronunciata. In Italia rispetto al 2011 il patrimonio è più che raddoppiato per effetto di una crescita media annua prossima ai 150 mld di euro. Il 2018 è stato tuttavia un anno non positivo per l'industria italiana del risparmio gestito. A dicembre 2018 il patrimonio complessivo ammontava a 2.002 mld di euro, un valore di poco inferiore a quello registrato a fine 2017. Si tratta della prima flessione dopo sei anni di crescita.

Nel comparto dei fondi la raccolta netta negativa è ascrivibile esclusivamente ad un marcata contrazione dei fondi obbligazionari che nei 12 mesi hanno registrato un deflusso netto pari a oltre 24 mld di euro. Tutti gli altri comparti, pur in misura diversa, hanno chiuso il 2018 con una raccolta netta positiva.

Complessivamente nei primi tre trimestri del 2018 la raccolta dei fondi Pir ha costituito oltre un terzo della raccolta totale del risparmio gestito. Per le banche la collocazione dei Pir ha avuto un peso ancora più rilevante. Complessivamente i Pir hanno costituito circa il 45% dei fondi comuni collocati alle famiglie dalle banche. Per l'anno in corso i brillanti risultati registrati in termini di raccolta da questi prodotti nel biennio 2017-18 sembrano difficilmente perseguibili. Occorre sottolineare come la legge di Bilancio 2019 abbia modificato la disciplina dei Pir con l'obiettivo di canalizzare il risparmio privato verso le piccole e medie imprese. Di fatto, in attesa dell'attuazione delle nuove regole si è arrivati a un sostanziale blocco del mercato dei Pir che potrebbe penalizzare i volumi di raccolta.

Il mercato del risparmio gestito si dovrà inoltre confrontare con i nuovi adempimenti introdotti dalla Mifid II, tra cui gli accresciuti obblighi di trasparenza e rendicontazione alla clientela che potrebbero preludere a una pressione al ribasso sulle commissioni.

Le banche, che occupano una posizione di assoluto rilievo nella distribuzione dei prodotti di risparmio gestito, in presenza di una compressione dei ricavi da margine di interesse, hanno posto crescente attenzione ai ricavi legati a questo segmento di mercato. Per le banche di maggiori dimensioni le commissioni derivanti dal risparmio gestito hanno costituito nel 2017 mediamente circa il 13% del margine di intermediazione. Per alcune banche tale valore ha raggiunto il 23%.

L'industria del risparmio gestito negli ultimi anni è stata caratterizzata a livello internazionale da una dinamica di crescita molto pronunciata. Dopo una brusca flessione dei flussi di raccolta netta e delle masse gestite nei primi anni della crisi finanziaria, il risparmio gestito ha progressivamente catalizzato ingenti flussi di capitale ritagliandosi un ruolo di primo piano nelle scelte di portafoglio dei risparmiatori.

Il perdurare di una situazione di mercato caratterizzata da tassi di interesse negativi o molto contenuti e da un'accresciuta volatilità dei mercati finanziari ha reso più complesso rispetto al passato operare scelte autonome di investimento ed ha spinto i risparmiatori ad affidarsi in misura crescente a gestori professionali per arrivare ad una più efficiente allocazione del proprio patrimonio.

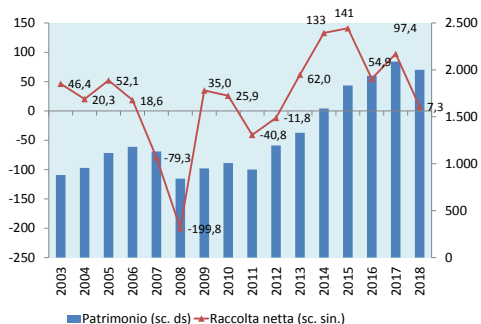
In Italia l'industria dei fondi comuni nell'ultimo decennio ha affrontato numerose riflessioni e operato interventi di tipo normativo ed organizzativo per rilanciare una

forma di investimento che nel tempo aveva saputo ritagliarsi una posizione di rilievo nelle scelte operate dai risparmiatori italiani.

Il diverso contesto di mercato rispetto a quello prevalente negli anni della creazione e dello sviluppo dei fondi comuni ha portato a un notevole ripensamento dei prodotti e dell'organizzazione stessa dell'industria. In particolare è stato necessario intervenire nel tentativo di arrivare alla 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.

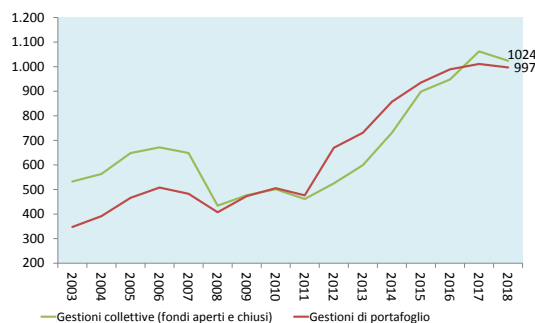
L'industria del risparmio gestito in Italia: patrimonio e raccolta

(mld. di euro)



L'industria del risparmio gestito in Italia: gestioni collettive e di portafoglio

(mld. di euro)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Il mutato contesto finanziario e le innovazioni introdotte nel mercato hanno dato un nuovo slancio all'industria. Negli ultimi anni una quota crescente del risparmio delle famiglie italiane è confluita in prodotti di risparmio gestito. Si tratta di un segnale che questo segmento di mercato gode della fiducia dei risparmiatori e sta muovendosi nella giusta direzione. Il 2018 è stato tuttavia un anno non positivo per l'industria italiana del risparmio gestito.

A dicembre 2018 il patrimonio complessivo ammontava a 2.002 mld di euro, un valore di poco inferiore a quello registrato a fine 2017. Si tratta della prima flessione dopo sei anni di crescita costante. Rispetto al 2011, ultimo anno di flessione registrato dall'industria prima di quella attuale, il patrimonio è più che raddoppiato per effetto di una crescita media annua prossima ai 150 mld di euro. In poco più di sette anni le gestioni collettive (fondi comuni aperti e chiusi) sono passate da 481 a 1.006 mld di euro e le gestioni di portafoglio da 476 a 996 mld di euro.

Nel corso del 2018 l'aumento della domanda di investimenti a minor profilo di rischio, in presenza di maggiore volatilità sui mercati azionari, ha pesato sulla raccolta in prodotti gestiti che è stata negativa nel secondo trimestre dell'anno e nei mesi di settembre, ottobre e dicembre pur rimanendo in territorio positivo con riferimento all'intero anno. Complessivamente nel 2018 il saldo netto tra sottoscrizioni e riscatti è stato pari a +7,3 mld di euro, ascrivibile principalmente alle gestioni di portafoglio (+5,1 mld di euro) e in modo meno accentuato ai fondi comuni (+2,2 mld di euro).

La composizione del patrimonio gestito evidenzia una sostanziale equipartizione delle masse gestite tra il comparto dei fondi comuni (aperti e chiusi) e le gestioni di portafoglio (GPF, GPM, Gestioni previdenziali e Gestioni di prodotti assicurativi). Il

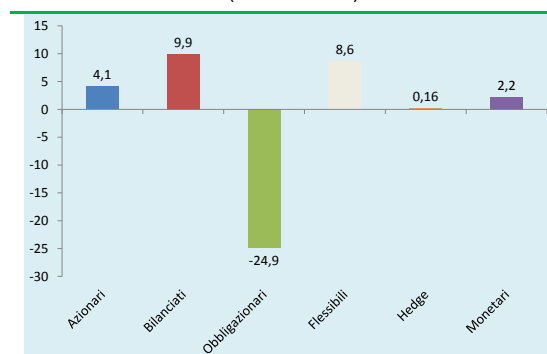
maggior slancio evidenziato dal mercato dei fondi ha portato questo comparto, a partire dal 2017, a sopravanzare le gestioni collettive, seppure di pochi miliardi di euro. Il peso dei fondi comuni sul totale del risparmio gestito negli ultimi anni è progressivamente aumentato grazie a un ritmo di sviluppo più sostenuto rispetto alle gestioni patrimoniali; il valore attuale resta comunque inferiore rispetto a quello relativo a prima della crisi finanziaria (57%).

Tra i due grandi comparti del risparmio gestito, le gestioni di portafoglio hanno evidenziato una flessione del patrimonio dell'1,4%, inferiore a quella registrata dai fondi comuni (-3,6%). Il patrimonio complessivo delle gestioni di portafoglio, che ammonta a 996 mld di euro, è costituito prevalentemente da gestioni di portafoglio istituzionali (875 mld di euro) mentre quelle retail ammontano a 121 mld di euro.

Nel comparto dei fondi la raccolta netta negativa è ascrivibile esclusivamente a un mercato deflusso dei fondi obbligazionari che nei 12 mesi hanno registrato una raccolta netta negativa per oltre 24 mld di euro. Tutti gli altri comparti hanno chiuso il 2018 con afflussi netti più marcati per i fondi bilanciati (+9,9 mld di euro) e per quelli flessibili (+8,6 mld di euro) e più contenuti per quelli azionari (+4 mld di euro) e per i monetari (+2,2 mld di euro). Si è registrata una sostanziale invarianza (+160 mln di euro) per i fondi hedge, il cui peso sul patrimonio complessivo dei fondi presenta un valore molto marginale (0,4% del totale).

Mercato italiano dei fondi comuni aperti: raccolta netta nel 2018

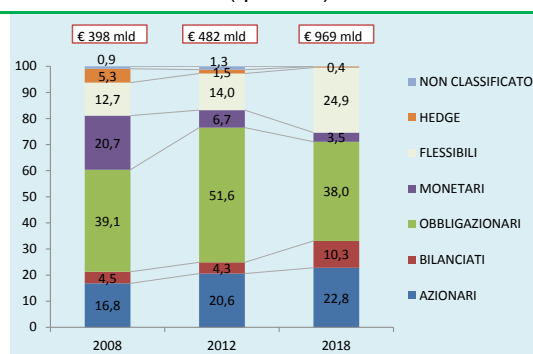
(mld di euro)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Mercato italiano dei fondi comuni aperti: composizione del patrimonio

(quote %)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Osservando la distribuzione del patrimonio emerge come, nonostante il forte deflusso registrato nel corso dell'anno, i prodotti obbligazionari costituiscano di gran lunga il comparto più scelto dai risparmiatori, il loro peso sul totale ammonta al 38,5%, un valore quasi doppio rispetto a quello dei fondi azionari (22%). Il trend di crescita più evidente resta, tuttavia, quello dei fondi flessibili il cui peso è aumentato dal 12,7% del 2008 all'attuale 24,9%. La parte rimanente del patrimonio si ripartisce tra fondi bilanciati (10,3%) e fondi monetari (3,6%).

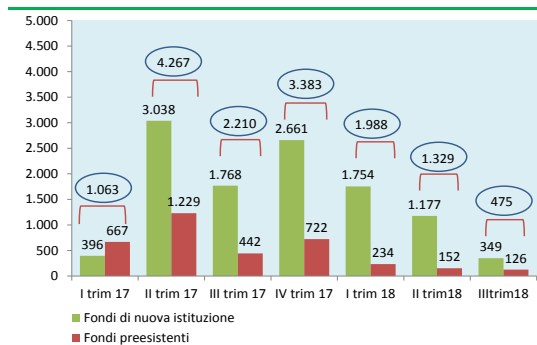
Frena il mercato dei fondi Pir in attesa della nuova normativa

In Italia, mutuando l'esperienza maturata in altri paesi, sono stati introdotti a partire dal 2017 i Piani Individuali di Risparmio (Pir). Si tratta di uno strumento di investimento che nasce con l'obiettivo di veicolare una parte del risparmio verso le piccole e medie

imprese italiane, offrendo ai sottoscrittori una serie di benefici fiscali. Di fatto questi strumenti mirano a mettere in equilibrio da un lato le esigenze dei risparmiatori nella ricerca di rendimenti per i propri investimenti e dall'altro la ricerca di liquidità da parte delle imprese, specie quelle di media e piccola dimensione.

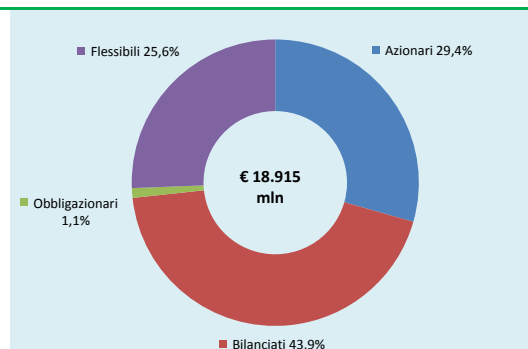
Nel terzo trimestre del 2018 la raccolta netta è rallentata (475 mln di euro) ma da inizio anno sono stati raccolti circa 3,8 mld di euro, che si aggiungono ai 10,9 mld raccolti nel 2017. Si tratta di un successo superiore alle attese, basti pensare che la stima governativa iniziale per il 2017 era di 1,8 mld di euro e di 18 mld in un arco temporale di 5 anni. A fine settembre 2018 il patrimonio gestito ha raggiunto i 18,9 mld di euro. Complessivamente nel 2018 la raccolta in Pir ha costituito oltre un terzo della raccolta totale del risparmio gestito. Per le banche la collocazione dei Pir ha avuto un peso ancora più rilevante. Complessivamente i Pir hanno costituito circa il 45% dei fondi comuni collocati alle famiglie dalle banche.

Fondi aperti Pir compliant:
raccolta netta
(mln di euro)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Fondi aperti Pir compliant:
composizione del patrimonio
(quote %; dati a settembre 2018)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

I dati forniti da una recente ricerca di Assogestioni consentono di effettuare un'interessante mappatura di coloro che hanno investito in questo segmento di mercato. A fine 2017 il numero di sottoscrittori di fondi aperti Pir *compliant* superava le 690mila unità. Il patrimonio mediamente detenuto ammontava a 13.670 euro, un valore che si colloca poco sotto la metà dell'importo massimo che è possibile investire in Pir ogni anno (30mila euro). Complessivamente la metà dei sottoscrittori di fondi Pir *compliant* ha investito meno di 10mila euro, mentre solo il 17% ha investito una cifra vicina alla soglia massima consentita annualmente per poter beneficiare dell'agevolazione fiscale.

L'identikit dell'investitore in Pir non sembra molto dissimile dall'investitore-tipo in fondi comuni. I fondi Pir *compliant* vedono una più accentuata presenza di uomini rispetto alle donne (56% contro 53% del campione no-Pir) e presentano, in considerazione anche del vincolo di detenzione quinquennale, una minor frequenza nelle classi di età più elevate (13% sopra i 75 anni, contro il 19% del campione no-Pir).

Per l'anno in corso i brillanti risultati registrati, in termini di raccolta, da questi prodotti nel biennio 2017-18 sembrano difficilmente perseguibili. Occorre infatti sottolineare come la legge di Bilancio 2019 abbia modificato la disciplina dei Pir con l'obiettivo di canalizzare il risparmio privato verso le piccole e medie imprese. La nuova normativa obbligherebbe i nuovi Pir sottoscritti dal 1° gennaio del 2019 a investire almeno il 3,5%

del patrimonio in fondi italiani di venture capital (con determinate caratteristiche) e un altro 3,5% in azioni di pmi (quotate Aim) con meno di 250 dipendenti e 50 milioni di ricavi.

Gli operatori di mercato hanno espresso alcune perplessità sulle innovazioni. Per le Sgr con patrimoni di Pir nell'ordine di qualche miliardo di euro il rispetto dei nuovi vincoli sembra non semplice da attuare dal momento che il mercato di questa tipologia di titoli (specie venture capital) appare piuttosto limitato. Inoltre, l'attuazione della normativa creerebbe due tipi di Pir: quelli ante 2018 e quelli post. Infine, inserendo titoli illiquidi nei portafogli, si alza drasticamente anche la rischiosità dei Pir stessi.

Di fatto, in attesa delle direttive del Ministero dello Sviluppo Economico e del Ministero delle Finanze per l'attuazione delle nuove regole che dovrebbero arrivare entro 120 giorni dal provvedimento, si è arrivati a un sostanziale blocco del mercato dei Pir.

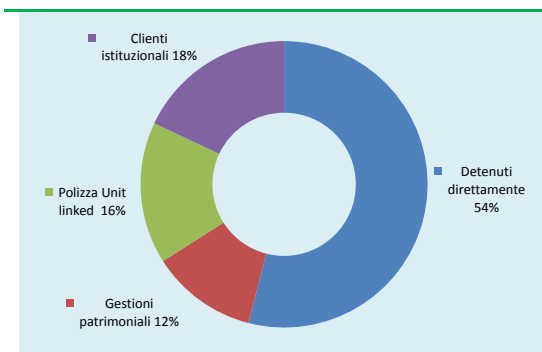
In considerazione del rilievo che lo scorso anno i Pir hanno avuto sulla raccolta complessiva del risparmio gestito, in particolare delle banche, e in attesa di chiarimenti che possano rilanciare il mercato, le banche sono chiamate ad adottare delle strategie per compensare il venir meno del contributo dei Pir e preservare i volumi di raccolta per l'anno in corso.

I costi dei fondi comuni e i modelli distributivi

Negli anni successivi alla crisi finanziaria, in un contesto di bassi tassi di interesse e di rallentamento nelle dinamiche del credito, le banche hanno registrato un calo della redditività associata al margine di interesse. Nel tentativo di diversificare le fonti di ricavo le banche hanno assegnato al risparmio gestito un ruolo di rilievo nell'ambito delle loro strategie di crescita.

Ripartizione dei fondi retail in Italia

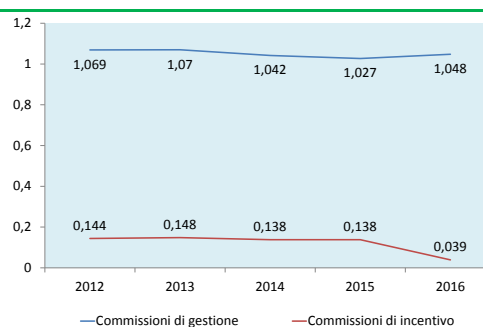
(quote%)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Costo dei fondi aperti di diritto italiano

(% sull'investimento)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Consob

Per le banche di maggiori dimensioni le commissioni derivanti dal risparmio gestito hanno costituito nel 2017 mediamente circa il 13% del margine di intermediazione. Per alcune banche tale valore è salito sino al 23%. Il dato si incrementa significativamente se si considera anche l'attività di collocamento dei prodotti assicurativi. Per le banche di minori dimensioni il peso dei ricavi da asset management, è risultato inferiore, ma comunque rilevante.

L'importanza del risparmio gestito per i gruppi creditizi deriva principalmente da alcuni elementi quali: a) la centralità delle banche nei tre ruoli tipici dell'attività di gestione del

risparmio: costruzione, gestione finanziaria e distribuzione presso la clientela dei prodotti; b) la rimodulazione dei prodotti immessi sul mercato e la diffusione di nuove tipologie di fondi maggiormente remunerativi per le reti di distribuzione.

Con riferimento alla distribuzione, i gruppi bancari collocano la quasi totalità dei fondi comuni nel mercato retail. Circa il 70% viene collocato attraverso gli sportelli e il rimanente 30% attraverso le reti consulenziali. Si tratta di una quota di mercato molto elevata dal momento che l'80% dei fondi aperti in Italia è in mano agli investitori retail. I dati più recenti diffusi da una rilevazione di Assogestioni fissano poco sopra l'80% l'incidenza dei clienti persone fisiche sul totale. Circa il 54% sono famiglie che investono direttamente in fondi comuni; a queste se ne affiancano altre che privilegiano una modalità di investimento indiretta utilizzando servizi di gestione individuale (12% del totale) e polizze unit-linked (16%).

La ricerca evidenzia inoltre come il mercato italiano dei fondi comuni presenti ormai una notevole apertura alla competizione di prodotto, in particolare con quelli esteri. In poco meno di venti anni la quota di mercato delle case di gestione che fanno capo a gruppi esteri è passata da valori trascurabili a più del 40% del patrimonio complessivo. Questo dinamismo ha portato a un interesse crescente verso il nostro paese da parte delle grandi case internazionali interessate a espandere la propria attività.

Nel tempo inoltre si è registrata una progressiva apertura nella distribuzione di prodotti di terzi. Una misurazione del grado di apertura dell'architettura distributiva definito calcolando l'incidenza dei fondi di terzi sul totale collocato ha evidenziato come il valore medio di questa misura, riferito al sistema distributivo nel suo complesso e calcolato includendo il contributo di gestioni di portafoglio e polizze unit-linked, si attesti su un valore prossimo al 50%.

I dati mostrano inoltre come questo valore sia variabile in funzione della specializzazione per canale e per clientela del distributore. Ad esempio nel caso degli sportelli bancari tradizionalmente dedicati alla clientela *mass-affluent* il livello di apertura appare più ridotto (in media circa il 30%), mentre si registrano valori più che doppi nel caso delle banche focalizzate sulla clientela *private* (66%) e per le reti di consulenti (62%).

Il modello distributivo prevalente si caratterizza infatti per un'offerta nel segmento "private" caratterizzata da un'articolata gamma di prodotti, in cui figurano in prevalenza fondi gestiti dalle maggiori case di investimento estere, mentre alla clientela *mass-affluent* vengono riservati in via prevalente i prodotti del gestore appartenente al gruppo o delle Sgr con le quali vi sono accordi di partnership.

In Italia il modello di business prevalente prevede che il costo dei prodotti caricato ai clienti incorpori sia il compenso della gestione finanziaria sia la remunerazione della rete di vendita. La parte consulenziale non prevede invece delle *fee* per il cliente e costituisce una parte integrante dell'attività di vendita.

La centralità delle banche nella distribuzione dei fondi spiega l'importanza che i ricavi derivanti dai prodotti di risparmio gestito hanno assunto per la redditività delle banche. I dati desunti dalle segnalazioni di vigilanza mostrano che le Sgr retrocedono in media alle reti di collocamento circa il 70% delle commissioni attive percepite sugli OICR italiani.

A partire dal 2012, in concomitanza con la ripresa del mercato del risparmio gestito, i flussi di raccolta presso il pubblico *retail* sono stati alimentati da una notevole diffusione dei fondi a scadenza. Si tratta di fondi comuni caratterizzati da orizzonte temporale di investimento e target di rischio/rendimento predefiniti, spesso collegati al pagamento di cedole periodiche. Tali prodotti hanno offerto ai risparmiatori la possibilità di conseguire

rendimenti apprezzabili in presenza di livelli di rischio contenuti. Tra il 2013 e il 2015 oltre il 40% della raccolta lorda realizzata dai fondi comuni aperti era riconducibile ai fondi a scadenza. La diffusione di questi fondi riflette anche la loro maggiore convenienza per le reti distributive rispetto ad altri strumenti finanziari dal momento che il pagamento delle commissioni alla rete distributiva avviene interamente al momento della sottoscrizione delle quote. Più in generale i dati evidenziano come a partire dal 2013 la quota della raccolta lorda dei fondi con commissioni di sottoscrizione o di vendita, di cui fanno parte i fondi a scadenza, è stata superiore al 50% del totale della raccolta dei fondi comuni.

Di fatto l'introduzione delle commissioni di collocamento nei fondi a scadenza e una più diffusa applicazione di commissioni di entrata/uscita hanno portato nell'ultimo decennio a un graduale aumento dei costi dei fondi comuni italiani a fronte di una tendenziale diminuzione delle commissioni di gestione registrata in altri paesi europei così come sul mercato statunitense.

La maggiore onerosità appare legata al mercato di collocamento più che all'appartenenza alla categoria dei fondi di diritto italiano o a quella dei fondi di diritto estero. In effetti, come evidenziato da un recente studio della Consob, nel medesimo arco temporale il notevole incremento della quota di mercato dei gestori esteri non ha portato ad una flessione dei costi: a parità di categoria, le classi di quote dei fondi esteri offerte in Italia sul mercato "retail" presentano costi in linea o superiori a quelli dei fondi domestici.

Analizzando più in dettaglio la struttura dei costi dei fondi comuni è possibile distinguere tra i costi di gestione che gravano direttamente sul patrimonio del fondo (ad esempio le commissioni di gestione e quelle di performance) e i costi di ingresso e uscita, che invece gravano sul sottoscrittore. Nel quinquennio 2012-2016 l'incidenza dei costi di gestione sul patrimonio dei fondi è rimasta complessivamente stabile ma il peso sugli utili prodotti dai fondi è cresciuto notevolmente. A ciò hanno contribuito da un lato l'andamento negativo di alcuni mercati e la forte riduzione dei tassi di interesse che hanno determinato una netta contrazione dell'utile dei fondi (al lordo dei costi di gestione), dall'altro la sostanziale stabilità dei costi di gestione ha fatto sì che il peso di questi ultimi sull'utile lordo sia notevolmente cresciuto, passando dal 15% al 50%. Per alcune categorie di fondi, ad esempio i fondi alternativi o quelli monetari i costi di gestione hanno determinato il passaggio da un utile lordo positivo a una perdita netta. Nell'arco temporale preso in esame a fronte di un considerevole aumento dei costi di ingresso, passati dallo 0,7% all'1,5%, si è registrato un progressivo ridimensionamento dei costi di uscita che si sono ridotti fino a divenire del tutto residuali (0,05%).

Di riflesso all'andamento del mercato nel 2018 la raccolta netta del canale bancario in fondi comuni e gestioni patrimoniali, dopo l'accelerazione del 2017, ha registrato un notevole rallentamento. I principali fattori di freno della crescita sono stati: a. la perdita di posizionamento del canale bancario rispetto ad altri operatori specializzati nella consulenza finanziaria; b. il venir meno dei margini di ricomposizione dei portafogli della propria clientela dalle obbligazioni bancarie; c. le aspettative di un rialzo dei tassi di interesse, il cui livello molto basso in questi anni è stato il presupposto di una ricomposizione di portafogli dalla detenzione diretta di obbligazioni verso il risparmio gestito. Nell'anno in corso la distribuzione di questa tipologia di prodotti da parte del canale bancario potrebbe tornare ad acquisire maggior dinamismo in presenza del progressivo venir meno dell'incertezza di carattere politico-economico che lo scorso anno ha caratterizzato lo scenario italiano e di una normalizzazione delle condizioni prevalenti sui mercati finanziari.

Le prospettive per il mercato del risparmio gestito passeranno anche per un confronto con i nuovi adempimenti introdotti dalla Mifid II, destinati a produrre rilevanti effetti sia sull'organizzazione degli intermediari sia nei rapporti con la clientela.

La disciplina normativa pone nuovi obblighi in materia di disegno e distribuzione dei prodotti per realizzare un corretto rapporto tra gestori e distributori e tra questi e la clientela retail. Con la Mifid II sono stati introdotti nuovi obblighi di trasparenza e di rendicontazione alla clientela sui servizi svolti e sulla performance effettiva dei loro portafogli. In particolare gli intermediari dovranno fornire ai clienti un'informativa aggregata su tutti i costi e gli oneri degli investimenti che prenda in considerazione sia i costi relativi al singolo strumento finanziario sia quelli relativi ai servizi prestati per realizzare l'investimento. Tale rendicontazione deve essere espressa sia in valori percentuali che in valore assoluto ed indicare gli effetti che ha sortito sul rendimento dello strumento.

Di fatto nei prossimi mesi, con l'invio delle comunicazioni relative agli oneri e ai costi sostenuti nel 2018, gli intermediari dovranno adempiere ai nuovi obblighi di trasparenza. L'accresciuta consapevolezza dei risparmiatori sul tema dei costi potrebbe portare ad un aumento della pressione della clientela per una riduzione delle commissioni.

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