



cutting through complexity

ADVISORY

Risparmio gestito in Italia: trend ed evoluzione dei modelli di business

kpmg.com/it

Indice

Premessa 4

Executive Summary 6

1 Il trend del risparmio gestito prima e dopo la crisi finanziaria 10

Principali tendenze e caratteristiche del risparmio gestito in Italia

Un settore prociclico

Il settore del risparmio gestito tra processi di consolidamento e nuove 'spinte' concorrenziali

La distribuzione: il canale bancario e il recente impulso degli operatori indipendenti

La diffusione dei prodotti di risparmio gestito nel portafoglio delle famiglie italiane

Le scelte dei risparmiatori

**2 Il risparmio gestito in Italia. Trend ed evoluzione dei modelli di business
I risultati della survey** 26

La composizione del campione

Le principali evidenze emerse

Canali distributivi, target di clientela e prodotti:
le aspettative e gli obiettivi degli operatori

L'evoluzione del modello di business: il modello 'aperto'

Verso la consulenza indipendente: i servizi *advisory fee based*

L'attività di M&A e il processo di consolidamento

Risk management ed evoluzione del contesto regolamentare

3 Approfondimenti 42

Competizione tra operatori o competizione tra modelli:
l'evoluzione dei sistemi distributivi
A cura di Giuliano Cicioni e Guido Tirloni, KPMG Advisory

I principali *driver* e gli attori delle operazioni di M&A
A cura di Roberto Alberti, KPMG Advisory

La normativa fiscale nazionale ed estera: rischi ed opportunità
A cura di Michele Rinaldi e Laura Colombini, KStudio Associato

Il *Wealth Risk Management*: il controllo del rischio e la tutela dell'investitore
A cura di Francesco Cerri, KPMG Advisory

Regolamentazione e impatti sull'industria e sui risparmiatori
*Intervista a Giles Williams, Responsabile del Centro di Eccellenza KPMG
sulla Regolamentazione per l'area Europe, Middle-East & Africa*

Premessa

Il risparmio privato delle famiglie italiane è sempre stato il punto di forza del nostro Paese e lo è ancora oggi nonostante, in un contesto macroeconomico difficile e incerto, il tasso di propensione al risparmio sia sceso al 12% (dal 25% degli anni '90).

Secondo i dati di Banca d'Italia 2011, il risparmio accumulato dai privati nel 2010 si è attestato intorno ai 50 miliardi di Euro, nonostante l'erosione della crisi, e la ricchezza delle famiglie, al netto delle passività finanziarie, è pari a circa 8.600 miliardi, di cui le attività finanziarie rappresentano quasi il 40% (circa 3.200 miliardi). Il ricorso delle famiglie italiane a forme di risparmio gestito è tuttavia ancora limitato (poco più del 6% la quota di fondi comuni nel portafoglio delle attività finanziarie), mentre il 30% della ricchezza finanziaria è 'liquida' (contante, depositi bancari e postali). Inoltre è ancora modesta l'incidenza di fondi pensione e prodotti assicurativi e previdenziali nel portafoglio delle famiglie italiane (circa il 19% sul totale delle attività finanziarie), soprattutto alla luce dell'evoluzione dei fattori demografici, in particolare l'allungamento della vita media della popolazione, e delle recenti riforme del sistema pensionistico, che stanno riducendo progressivamente la previdenza pubblica e incentivando le forme di previdenza complementare e di investimento di lungo periodo in generale.

Il settore del risparmio gestito in Italia nel complesso vale, infatti, in termini di *asset under management* 938 miliardi di Euro e sebbene lo sviluppo di questo comparto nel nostro Paese sia avvenuto sostanzialmente nell'ultimo decennio, in anni più recenti il settore ha registrato dei pesanti deflussi netti, dovuti ad una serie di fattori: la crisi finanziaria, la concorrenza di prodotti alternativi, le asimmetrie del trattamento fiscale, il modello industriale 'chiuso' fabbrica-rete, la perdita di fiducia dei risparmiatori. Tuttavia il settore presenta ancora oggi un significativo potenziale di crescita, in rapporto al PIL del Paese, al risparmio delle famiglie italiane e in relazione alle *best practice* estere.

In questo scenario, il risparmio gestito dovrebbe promuovere e incrementare il risparmio previdenziale e allo stesso tempo canalizzare gli investimenti per finanziare la crescita del tessuto industriale italiano sviluppando il mercato domestico dei capitali. È chiaro, dunque, che oggi il settore dovrebbe ricoprire un ruolo strategico, sia per l'evoluzione dei

“ Il settore del risparmio gestito dovrebbe ricoprire un ruolo strategico, sia per l'evoluzione dei servizi finanziari, sia per lo sviluppo del Paese ”

servizi finanziari, sia per lo sviluppo del Paese. In questa prospettiva, è fondamentale investire nell'educazione finanziaria e nell'innovazione, riconquistare la fiducia dei risparmiatori, puntando su chiarezza e semplicità delle regole e pensare a soluzioni d'investimento che si adeguino alle esigenze della clientela radicalmente modificate.

Le autorità di vigilanza, Consob e Banca d'Italia, già a partire dal 2007 hanno aperto un dibattito sulla riforma del settore, in particolare sul tema dell'indipendenza tra fabbriche e reti e sulla 'dematerializzazione' delle quote di fondi.

Alla vigilia, dunque, di una fase che potrebbe registrare significative discontinuità nel settore, dal punto di vista normativo, competitivo e operativo, KPMG Advisory ha interpellato il *top management* di 30 operatori del risparmio gestito attivi in Italia (rappresentativi di circa il 75% dell'*AuM*) per confrontarsi sui trend più recenti e sugli orientamenti prevalenti rispetto alle tematiche che sono state individuate come i possibili *driver* di sviluppo del settore: l'evoluzione dei modelli di business, e in particolar modo dei modelli distributivi con l'affermazione dei servizi di consulenza indipendente, l'attività M&A e il processo di consolidamento, le innovazioni fiscali e regolamentari e le tematiche di *risk management*.

Giuseppe Latorre
Partner, KPMG Advisory

Executive Summary

Il trend delle masse di patrimonio gestito in Italia, in Europa e a livello globale riflette l'andamento dei mercati finanziari. Dopo una fase di espansione che ha visto la progressiva crescita del settore, all'acuirsi della recente crisi finanziaria, tra il 2007 e il 2008, il patrimonio gestito ha subito pesanti deflussi.

Il settore del risparmio gestito in Italia si contraddistingue, però, per una più marcata prociclicità rispetto all'andamento dei mercati finanziari, in particolare quello domestico, come dimostrano le analisi condotte sulle correlazioni della raccolta netta con le variazioni degli indici FTSE MIB e MSCI e del PIL. Tuttavia l'andamento dei corsi azionari spiega solo in parte il trend del risparmio gestito in Italia, influenzato in maniera non trascurabile dalla perdita di fiducia dei risparmiatori, nonché dalla loro scarsa propensione alla sottoscrizione di gestioni patrimoniali e di fondi.

Il settore in Italia è altresì caratterizzato dalla prevalenza di operatori di matrice bancaria, sia per quel che riguarda la 'produzione' e gestione degli investimenti (fabbriche-prodotto), sia per quanto concerne la distribuzione (reti distributive). In particolare, data la complessa situazione del mercato finanziario e del credito, la predominanza del canale bancario nella distribuzione ha determinato, in parte, effetti di sostituzione dei prodotti offerti (raccolta diretta contro prodotti del risparmio gestito), prevalentemente per le esigenze di *funding*.

Dopo la fase di consolidamento del settore bancario che, tra il 2006 e il 2008, ha avuto notevoli riflessi sul comparto del risparmio gestito, negli ultimi anni si è osservata una lieve diminuzione del grado di concentrazione, soprattutto per effetto dei nuovi operatori entrati nell'arena competitiva, prevalentemente *player* indipendenti ed esteri.

La riduzione dell'incidenza dei prodotti di risparmio gestito nei portafogli delle famiglie italiane, osservata in particolare in tempi recenti, è effetto di una serie di fattori:

- l'assetto distributivo 'bancocentrico' e le mutate politiche commerciali degli intermediari bancari
- la propensione storicamente bassa da parte della clientela *retail* verso questa categoria di prodotti d'investimento per la scarsa educazione finanziaria dei risparmiatori italiani
- i costi elevati che caratterizzano i prodotti di risparmio gestito rispetto ai prodotti alternativi.

Dal confronto con il *top management* degli operatori attivi nel settore del risparmio gestito in Italia emergono una serie di riflessioni in merito a quelli che saranno i principali *driver* di sviluppo del comparto.

Evoluzione del modello di business

La prevalenza di SGR appartenenti a gruppi bancari insieme alla predominanza della distribuzione attraverso il canale bancario conferma il legame ancora forte che esiste tra fabbriche-prodotto e reti distributive.

Le nuove politiche commerciali del canale bancario, a causa delle attuali tensioni sulla liquidità, hanno avuto impatti negativi sulla raccolta del risparmio gestito. Secondo gli operatori ciò che potrà imprimere un nuovo impulso al settore sono principalmente l'offerta di servizi di consulenza finanziaria (*advisory fee based* e *fee only*) e la revisione del modello distributivo.

In ottica di revisione del meccanismo di relazione fabbrica-rete, il modello 'aperto' assistito sembra il più adatto all'evoluzione del settore perché garantirebbe una maggiore concorrenza e indipendenza delle reti di vendita, la riconoscibilità dei servizi di *advisory* e l'ampliamento della capacità distributiva.

“ L’offerta di servizi di consulenza finanziaria e la revisione del modello distributivo imprimeranno un nuovo impulso al settore ”

“**Servizi di *advisory fee based*, indipendenza e trasparenza sono i *driver* evolutivi del risparmio gestito in Italia**”

Verso la consulenza indipendente: i servizi *advisory fee based*

Per recuperare la fiducia della clientela e per dare nuovo slancio al settore, è necessario arricchire l'attuale offerta con servizi di consulenza *ad hoc* e aumentare la trasparenza informativa.

In questa prospettiva i servizi di *advisory fee based* avranno, dunque, un ruolo crescente nei prossimi anni soprattutto se sarà garantita l'indipendenza di questa attività dalle strategie dei collocatori. Tuttavia, in merito alla modalità di diffusione ed affermazione di questi servizi il campione sembra spaccato su due opposti orientamenti. Alcuni operatori ritengono che sia meglio collocare questi servizi all'interno degli attuali modelli distributivi (dove il servizio di consulenza si affianca a quello di collocamento, con un *pricing* esplicito), per altri dovrebbero essere offerti tramite operatori e professionisti specializzati, distinti dalle reti distributive (*advisory fee only*).

Il tema dell'integrazione dell'offerta (servizi di consulenza e gestione del patrimonio) sembra importante ed evidenzia la volontà da parte degli attuali operatori di non voler esternalizzare questa parte della catena del valore.

Ad oggi sono ancora poche le aziende che effettuano servizi di consulenza *fee based* e l'incidenza in relazione alle masse gestite è limitata.

Attività di M&A e processi di consolidamento

Il settore del risparmio gestito in Italia ha ancora margini per un ulteriore consolidamento. La maggioranza del campione ritiene probabile che l'attività di M&A dei prossimi anni avrà come principale effetto un'ulteriore concentrazione del mercato domestico. Alcuni ritengono che operatori esteri possano fare acquisizioni in Italia mentre la possibilità che SGR italiane siano in grado di effettuare acquisizioni all'estero (prevalentemente in Europa e in Cina) è considerata poco probabile. Nell'ipotesi di cessione delle fabbriche-prodotto da parte dei gruppi bancari i potenziali *bidder* sono i competitor internazionali, gli investitori istituzionali e i fondi di *private equity*.

L'indipendenza delle SGR dalla rete di distribuzione dovrebbe contribuire ad aumentare la trasparenza, l'ampiezza e la qualità dell'offerta e quindi il recupero della fiducia dei risparmiatori. Tuttavia il campione sembra diviso sull'importanza della separazione tra fabbriche-prodotto e rete distributiva.

Risk management ed evoluzione del contesto regolamentare

Per quel che riguarda il *risk management*, nell'attuale scenario di mercato le aree da monitorare sono quelle relative al rischio di mercato, al rischio di credito e controparte, al rischio di liquidità e reputazionale.

Secondo l'opinione prevalente le innovazioni normative e regolamentari che gli operatori si attendono per il prossimo futuro dovrebbero essere finalizzate a favorire un recupero di fiducia da parte della clientela: indipendenza ed eliminazione di possibili conflitti d'interesse tra fabbrica-prodotto e rete distributiva, trasparenza e informativa di mercato, modifica dei modelli distributivi e commerciali.

In considerazione dei recenti fermenti normativi, gli operatori appaiono chiaramente preoccupati dal possibile aumento degli oneri legati agli adeguamenti regolamentari.

“ Le iniziative regolamentari dovrebbero essere finalizzate al **recupero di fiducia** da parte della clientela ”

Il trend del risparmio gestito prima e dopo la crisi finanziaria

A cura dell'Ufficio Studi KPMG Advisory

Principali tendenze e caratteristiche del risparmio gestito in Italia

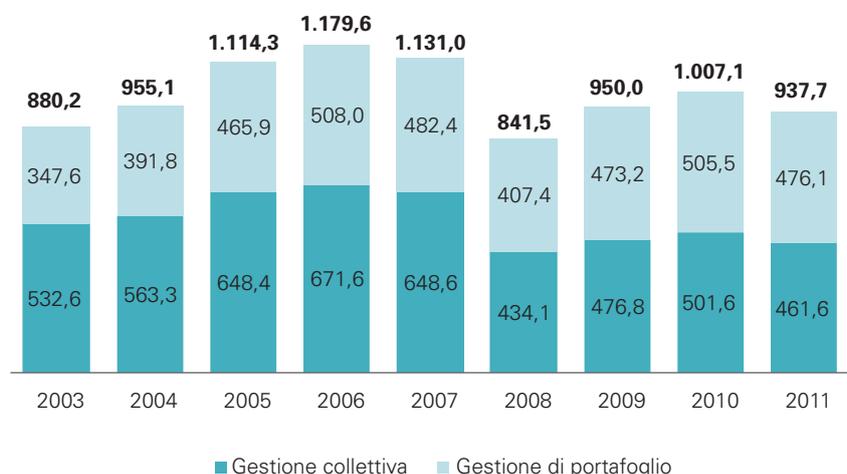
Il patrimonio gestito in Italia e all'estero

Il trend del patrimonio gestito in Italia riflette l'andamento dei mercati finanziari degli ultimi anni. Dopo la fase di boom osservata tra il 2003 e il 2006, in cui gli *asset under management (AuM)* sono cresciuti a tassi compresi tra il 6 e il 17%, a seguito della crisi finanziaria si è assistito ad una pesante flessione delle masse di patrimonio gestito, sia per l'effetto dei corsi azionari, sia per i deflussi dovuti al calo di fiducia dei risparmiatori.

Nel solo 2008 si è registrata una riduzione di circa 290 miliardi di Euro (pari al -26%). Nel biennio successivo dopo una timida ripresa del mercato, il settore ha in parte recuperato, ma la frenata del 2011, dovuta all'ulteriore peggioramento delle condizioni macroeconomiche e del mercato finanziario, ha rallentato nuovamente la crescita.

Le gestioni collettive sono progressivamente diminuite nel periodo analizzato, passando dal 61% sul totale del patrimonio gestito del 2003 al 49% del 2011, mentre le gestioni di portafoglio hanno mostrato un trend più stabile.

Patrimonio gestito, trend in Italia 2003 - 2011 (Euro mld)

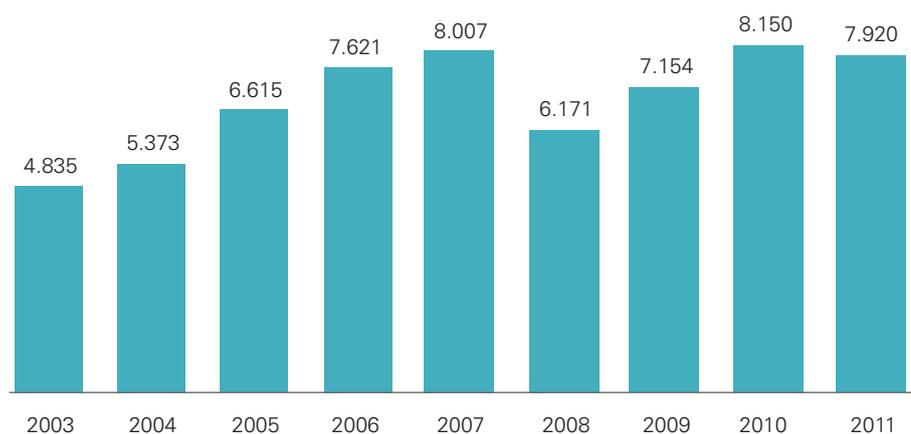


Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Assogestioni

La dinamica del risparmio gestito a livello europeo e globale è simile a quella osservata per l'Italia. Con l'acuirsi della crisi economico-finanziaria il patrimonio gestito ha subito un crollo nel 2008. A differenza del mercato italiano, a livello europeo e globale si è registrato un recupero delle masse gestite che si sono riportate sui valori pre-crisi.

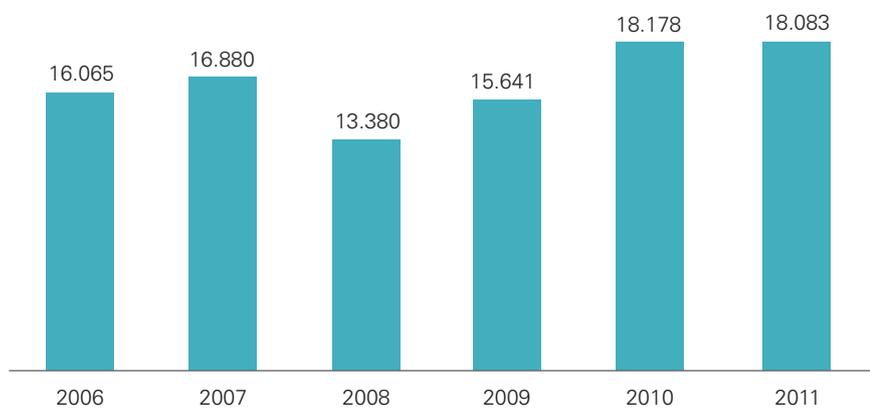
“ Il trend del patrimonio gestito in Italia ha subito un'ulteriore frenata nel 2011 ”

Patrimonio gestito, trend Europa 2003 - 2011 (Euro mld)



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati EFAMA

Patrimonio gestito, trend globale 2006 - 2011 (Euro mld)



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati EFAMA

“ A livello europeo e globale si è registrato un recupero delle masse gestite che si sono riportate sui valori pre-crisi ”

Dopo la flessione del 2011 e nonostante il quadro macroeconomico ancora incerto per i prossimi anni, le prospettive di crescita del settore del risparmio gestito in Italia sono buone e si prevedono tassi di crescita compresi tra il 4 e il 7%.

Patrimonio gestito in Italia - trend prospettico 2010 - 2014 (variazioni percentuali anno su anno)



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Prometeia

La raccolta netta in Italia e all'estero

L'andamento della raccolta netta consente di valutare il trend del settore al netto dell'effetto 'corsi azionari'.

“Nel 2007 la crisi economico-finanziaria ha interrotto e invertito il trend positivo del risparmio gestito”

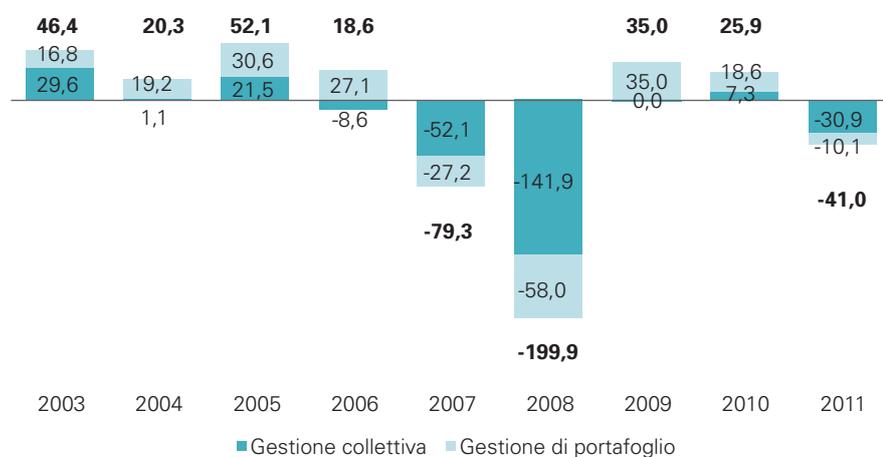
La raccolta netta in Italia è stata positiva dal 2003 al 2006, quando il mercato era in una fase espansiva. Inoltre, le banche italiane, principali attori del settore, non avendo gli attuali problemi di *funding*, spingevano maggiormente le sottoscrizioni di gestioni patrimoniali e fondi anche perchè i relativi ricavi da commissioni contribuivano significativamente alla realizzazione del margine d'intermediazione.

Nel 2007 la crisi economico-finanziaria ha interrotto e invertito questo trend. In particolare, nella gestione collettiva in Italia, già a partire dal 2006, si osserva una raccolta netta negativa che anticipa il trend scatenato dalla crisi e osservato successivamente anche in Europa e nel resto del mondo. Il fenomeno è dovuto in parte al costo delle gestioni collettive in Italia (le commissioni sono tendenzialmente più alte rispetto alla media europea) e alla scarsa propensione della clientela italiana verso i fondi comuni. Questa tendenza probabilmente sarà acuita a partire da quest'anno dalla riforma fiscale che ha innalzato dal 12,5% al 20% le aliquote sui rendimenti dei fondi comuni d'investimento.

Il saldo della raccolta netta negli ultimi cinque anni è stato negativo (nel complesso -259,3 miliardi di Euro). Gli anni di maggiore contrazione sono stati il 2007 e il 2008, e, dopo il recupero del 2009 e del 2010, nel corso del 2011 si è registrata nuovamente una raccolta netta negativa (-41 miliardi di Euro). Come evidenziato già per le masse, la raccolta netta delle gestioni patrimoniali ha registrato flessioni meno accentuate rispetto alle gestioni collettive, probabilmente per le caratteristiche delle gestioni di portafoglio (*holding period* più lungo e maggiore aderenza alle esigenze della clientela).

“ In Italia il **saldo della raccolta netta** negli ultimi cinque anni è stato **negativo** ”

Raccolta netta, trend Italia 2003 - 2011 (Euro mld)

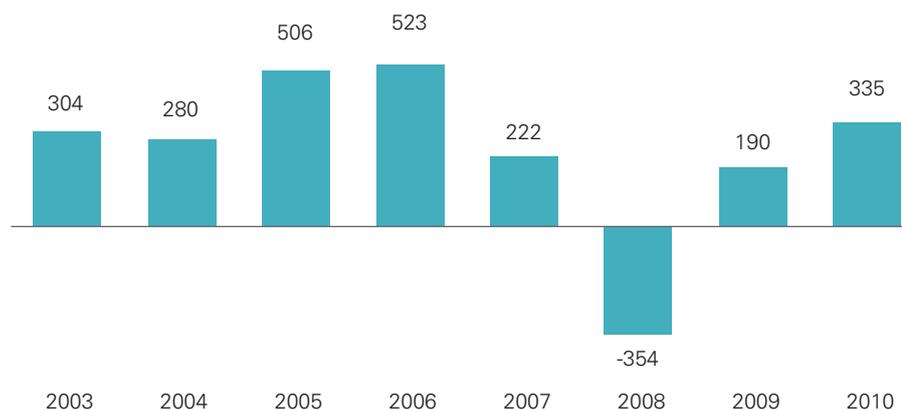


Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Assogestioni

Lo stesso trend si osserva a livello europeo. Tuttavia mentre in Italia si sono registrati due anni consecutivi di raccolta netta negativa, in Europa solo nel 2008 si è registrato un saldo negativo della raccolta netta, mentre a livello globale la raccolta, anche se con una pesante decelerazione nel 2008, si è mantenuta sempre positiva, fatta eccezione per il sostanziale pareggio registrato nel 2011.

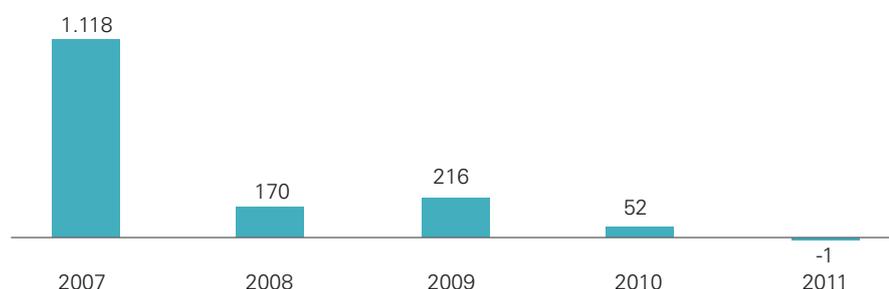
La raccolta netta globale del 2011 è inficiata dal dato fortemente negativo del terzo trimestre (-117 miliardi di Euro).

Raccolta netta, trend Europa 2003 - 2010 (Euro mld)



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati EFAMA

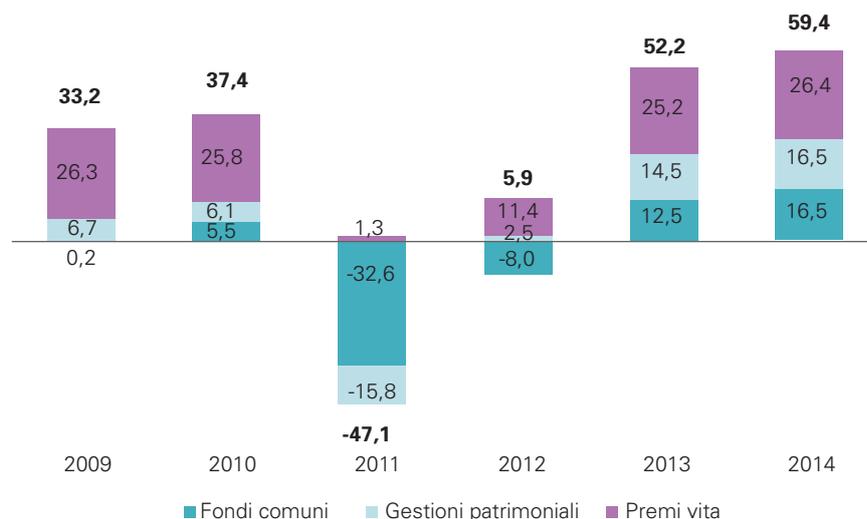
Raccolta netta, trend globale 2007 - 2011 (Euro mld)



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati EFAMA

Le aspettative sul trend della raccolta netta in Italia per i prossimi anni sono positive. La raccolta netta dei fondi comuni di investimento, la più penalizzata dalla crisi, secondo le previsioni stenterà a recuperare nel 2012 e successivamente si attesterà su valori in linea con quelli delle gestioni patrimoniali.

Raccolta netta, trend prospettico in Italia 2009 - 2014 (Euro mld)



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Prometeia

Un settore prociclico

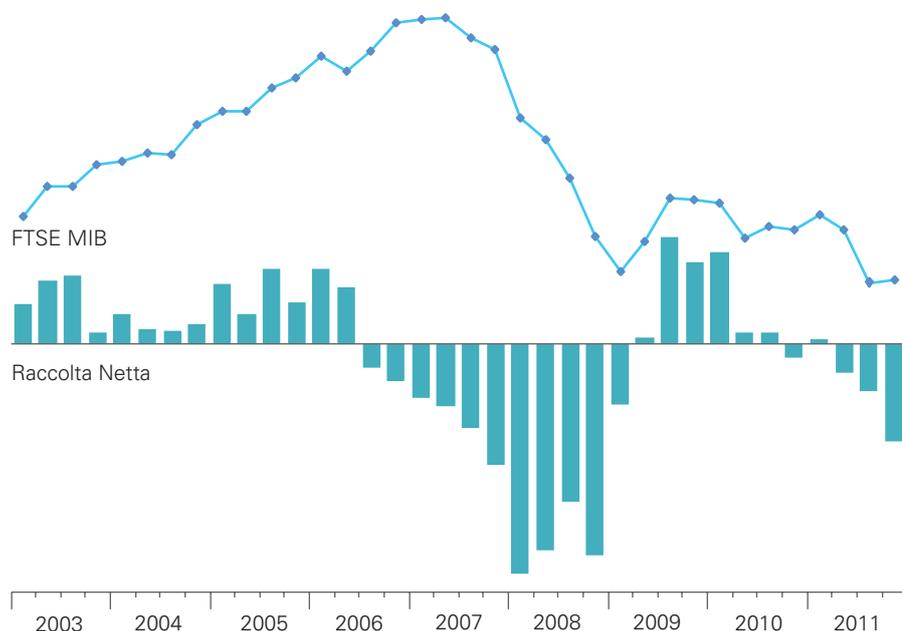
La prima evidenza che emerge da un'analisi settoriale del risparmio gestito è il suo carattere di marcata prociclicità che replica e amplifica l'andamento dell'economia reale e del mercato finanziario (in particolare quello domestico).

“ L'andamento della raccolta netta è significativamente correlato all'andamento del mercato finanziario, soprattutto quello domestico ”

Analizzando gli andamenti registrati tra il 2003 e il 2011 si osserva una correlazione positiva tra la raccolta netta e l'indice di borsa italiano FTSE MIB (indice di correlazione pari a 0,687) e con l'indice di borsa globale MSCI (indice di correlazione pari a 0,578). In corrispondenza di variazioni positive del FTSE MIB e del MSCI in Italia si registrano saldi positivi di raccolta netta, mentre nei periodi di flessione dei mercati i saldi di raccolta netta osservati sono negativi. Vale a dire che l'andamento della raccolta netta e, quindi, le scelte d'investimento dei risparmiatori, sono significativamente correlate all'andamento del mercato finanziario, soprattutto quello italiano.

Solo tra il 2006 e il 2007, in concomitanza di variazioni positive dell'indice MSCI si registrano saldi negativi di raccolta netta. Questo fenomeno può essere spiegato da una serie di fattori: le strategie d'investimento degli investitori istituzionali, i primi segnali provenienti dagli USA relativi alla crisi dei *subprime* e la scarsa fiducia della clientela *retail* domestica verso i prodotti di risparmio gestito.

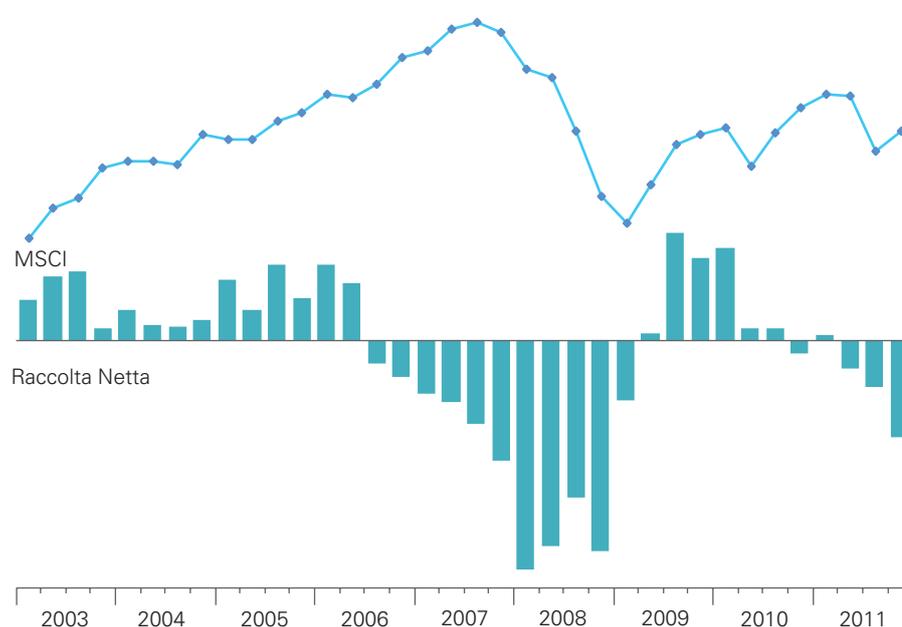
Raccolta netta (Euro mld) e andamento dell'indice FTSE MIB, 2003 – 2011



Indice di correlazione
tra raccolta netta e
andamento
dell'indice FTSE MIB
0,687

Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Assogestioni e info provider

Raccolta netta (Euro mld) e andamento dell'indice MSCI, 2003 – 2011



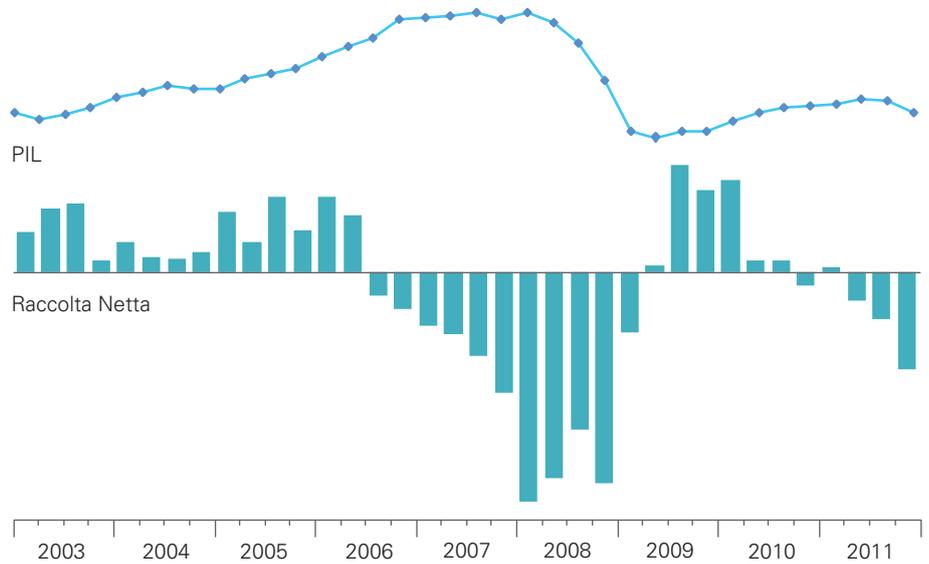
Indice di correlazione
tra raccolta netta e
andamento
dell'indice MSCI
0,578

Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Assogestioni e info provider

Anche la correlazione tra raccolta netta e andamento congiunturale macroeconomico è positiva, anche se meno significativa (indice di correlazione pari a 0,489).

Indice di correlazione
tra raccolta netta e
andamento del PIL
0,489

Raccolta netta (Euro mld) e andamento del PIL, 2003 – 2011



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Assogestioni e ISTAT

“La tendenza ad ‘emulare’ il comportamento dei mercati è causata principalmente da una generale **carezza di cultura finanziaria** dei risparmiatori *retail*”

La prociclicità del settore del risparmio gestito, oltre ad amplificare le fasi del ciclo economico, rischia di determinare una gestione non sempre ottimale del portafoglio per gli investitori *retail* che tendenzialmente comprano in periodi di economia in espansione (e prezzi elevati) e vendono in periodi di recessione (con inevitabili perdite di valore). Questa tendenza ad ‘emulare’ il comportamento dei mercati è causata principalmente da una generale carezza di cultura finanziaria dei risparmiatori *retail* e da una conseguente scarsa capacità allocativa. In questo scenario l’introduzione dell’offerta di servizi di consulenza specializzata e indipendente potrebbe colmare il *gap* dell’attuale modello italiano.

Il settore del risparmio gestito tra processi di consolidamento e nuove 'spinte' concorrenziali

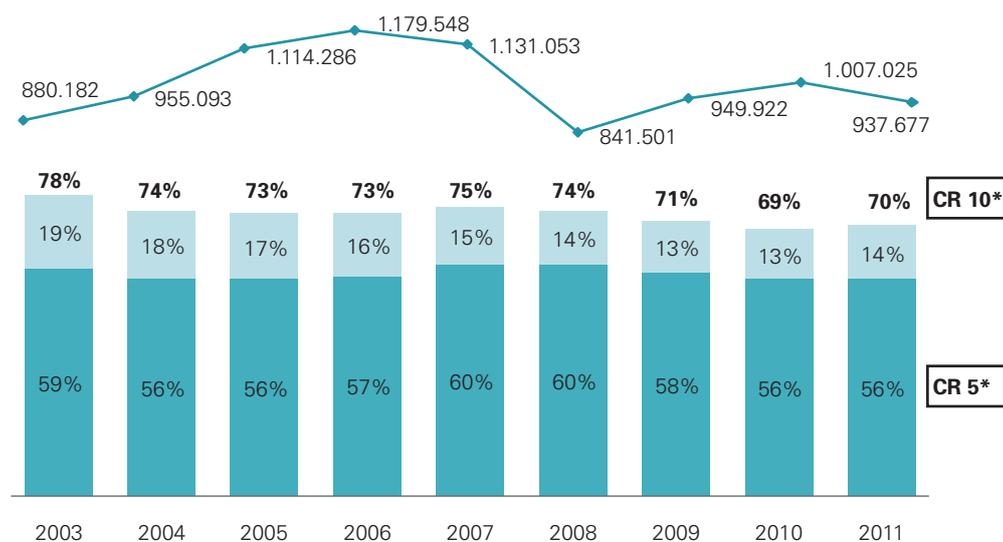
Dal 2003 ad oggi, a differenza di quanto osservato per gli altri comparti del settore dei servizi finanziari, si osserva una lieve diminuzione del grado di concentrazione del settore. La quota di mercato dei cinque principali gruppi era scesa al 56% già a partire dal 2004, ed è lievemente risalita solo tra il 2007 e il 2008, raggiungendo il 60%. Stesso andamento è stato registrato per la quota di mercato dei primi dieci gruppi.

La tendenza osservata è spiegata da diverse dinamiche:

- le aggregazioni del sistema bancario italiano (fino al 2007)
- l'ingresso di nuovi operatori (prevalentemente indipendenti/esteri)
- i disinvestimenti dei gruppi bancari e le variazioni delle politiche commerciali (maggiore spinta della raccolta diretta rispetto ai prodotti di risparmio gestito).

“Non ci sono stati significativi cambiamenti nelle prime tre posizioni del ranking per asset under management”

Trend degli indici di concentrazione in Italia (%) e del volume di patrimonio gestito (Euro mln), 2003 – 2011



- Quota di mercato cumulata dei primi 5 gruppi per AuM
- Quota di mercato cumulata dal 6° al 10° gruppo per AuM
- Patrimonio gestito

* CR5 e CR10 sono gli indici di concentrazione dei primi 5 e dei primi 10 gruppi per patrimonio gestito attivi nel settore dell'*asset management* in Italia.

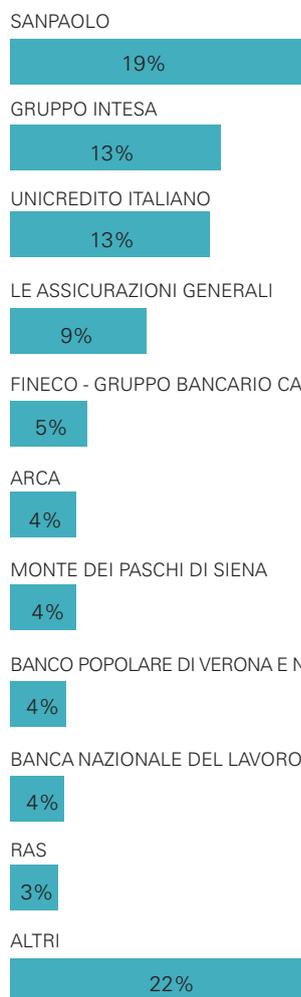
Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Assogestioni

Negli ultimi anni non ci sono stati significativi cambiamenti nelle prime tre posizioni del ranking per asset under management a livello consolidato (Intesa Sanpaolo, Unicredit e Generali). Nella top ten sono, però, entrati nuovi operatori come ad esempio AM Holding (Anima, alleanza strategica tra MPS, Banca Popolare di Milano e del fondo di private equity Clessidra), player esteri come Allianz, BNP Paribas (grazie ad operazioni di crescita esterna), Amundi e AXA.

“Nella top ten sono, però, entrati nuovi operatori”

Top ten degli operatori del risparmio gestito per AuM, (%)

2003



2011



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Assogestioni

Le operazioni di aggregazione del sistema bancario italiano hanno avuto inevitabili riflessi sulla concentrazione del settore dell'asset management.

Principali operazioni M&A nel settore bancario	Effetti sul settore del risparmio gestito
2006 Costituzione del Gruppo Intesa SanPaolo (fusione Banca Intesa e SanPaolo IMI)	<ul style="list-style-type: none"> - Nasce il primo operatore nazionale nel risparmio gestito attraverso la fusione della rete di promotori del gruppo Banca Fideuram e le attività di <i>asset management</i> di Eurizon Capital - Nel 2007 Intesa Sanpaolo riacquista dal gruppo francese Crédit Agricole le attivit� di gestione del risparmio facenti capo al 65% di Nextra SGR. Nel 2008 le attivit� di Eurizon Investimenti Sgr (gi� CAAM Sgr) vengono integrate in Eurizon Capital.
2007 Costituzione di Unicredit Group (fusione Unicredit e Capitalia)	Nasce quello che oggi rappresenta il terzo operatore del settore, Pioneer . Con lo scopo di creare un'unica piattaforma di <i>asset management</i> , vengono integrate le rispettive SGR (Capitalia Asset Management SpA SGR, Capitalia Investimenti Alternativi SGRpA, Pioneer Investment Management SGRpA, Pioneer Alternative Investment Management SGRpA), tutte le altre societ� del comparto del risparmio gestito e le reti di promotori (Xelion e Fineco).
2007 Costituzione del Gruppo UBI (fusione tra Banca Lombarda e Piemontese e Banche Popolari Unite)	La cessione delle attivit� di risparmio gestito di Capitalgest SGR e di Capitalgest Alternative SGR a UBI Pramerica hanno dato origine al gruppo che oggi rappresenta il settimo operatore del risparmio gestito in Italia.
2007 Costituzione del Gruppo Banco Popolare (fusione tra Banco Popolare Verona-Novara e Banca Popolare Italiana)	Dopo l'integrazione delle rispettive societ� attive nelle gestioni patrimoniali e collettive (Bipitalia Gestioni, Bipitalia Alternative, Banca Aletti, Aletti Gestielle SGR e Aletti Gestielle Alternative SGR), il gruppo Banco Popolare attualmente � il tredicesimo operatore del risparmio gestito in Italia attraverso Aletti Gestielle SGR .

Evoluzione del contesto normativo e 'reazioni' del mercato

Recentemente il settore   stato interessato da importanti novit  normative, tra cui in particolare la direttiva europea UCITS IV, che mirano ad aumentare il livello di competizione tra gli operatori e a ridurre i costi di gestione e di transazione e a modificare significativamente il contesto competitivo (ingresso di *player* indipendenti/esteri e operatori di *private equity*, perdita di quote di mercato da parte degli operatori di matrice bancaria).

Le nuove istruzioni di vigilanza impongono, oltre a precisi obblighi in materia di *governance*, l'assegnazione alle SGR appartenenti ai gruppi bancari/assicurativi di risorse adeguate allo svolgimento dei servizi di gestione, in ottica di una piena autonomia gestionale. Quest'obbligo potrebbe richiedere investimenti potenzialmente significativi per gli operatori.

Il *position paper* diffuso da Consob/Banca d'Italia in materia di 'Gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti' delinea un percorso che dovrebbe portare alla standardizzazione dei protocolli di comunicazione tra SGR e reti distributive, nonch  ad una convergenza delle *operations* (sottoscrizioni, *switch*, rimborsi), ponendo di fatto le basi per una trasformazione delle architetture distributive, anche attraverso l'affermazione di servizi di *execution only* (ad esempio le piattaforme di *trading*).

L'orientamento espresso dal *regulator* in merito alla separazione delle funzioni di produzione e distribuzione ha dato avvio ad un nuovo corso per il settore. La costituzione del gruppo Anima (gruppo MPS, gruppo BPM e fondo di *private equity* Clessidra) e la cessione ad Arca SGR dei fondi Optima del gruppo BPER sono le due operazioni emblematiche di questa nuova fase del settore del risparmio gestito in Italia.

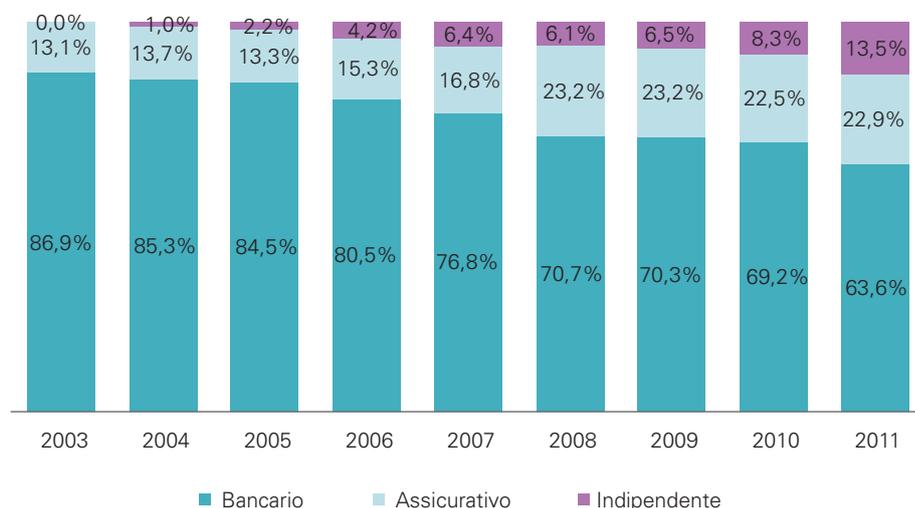
“L'orientamento espresso dal *regulator* in merito alla separazione delle funzioni di produzione e distribuzione ha dato avvio ad un nuovo corso per il settore”

“In Italia il settore è caratterizzato dalla presenza dominante di operatori di matrice bancaria”

La distribuzione: il canale bancario e il recente impulso degli operatori indipendenti

Storicamente in Italia il settore del risparmio gestito (fabbriche-prodotto e reti distributive) è caratterizzato dalla presenza dominante di operatori di matrice bancaria. Tuttavia, dal 2003 ad oggi, la loro quota in termini di *AuM* è progressivamente scesa, a vantaggio degli operatori assicurativi (saliti di circa 10 punti percentuali dal 13,1% del 2003 al 22,9% del 2011) e di quelli indipendenti/esteri (se nel 2003 costituivano una quota quasi inesistente dell'*AuM*, oggi rappresentano il 13,5% del mercato). Il balzo della quota degli operatori indipendenti nel 2011 è dovuto alla costituzione di AM Holding.

Quota del patrimonio gestito da operatori bancari, assicurativi e indipendenti (%), 2003 - 2011



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Assogestioni

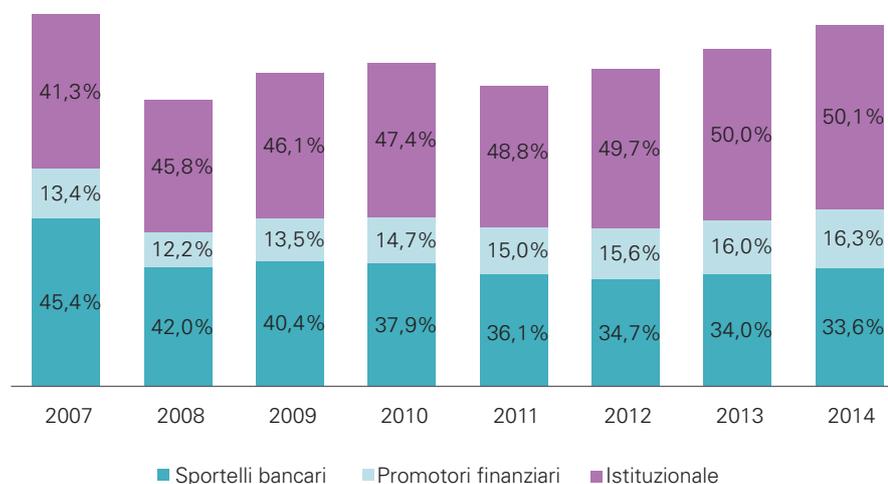
“Gli sportelli bancari stanno perdendo quote di mercato nella distribuzione”

Dal punto di vista della distribuzione, gli sportelli bancari stanno perdendo quote di mercato (dal 45% del 2007 al 36% del 2011) e la tendenza è confermata dalle previsioni per i prossimi anni (34% nel 2014).

La crisi del settore finanziario ha determinato tensioni sulla raccolta diretta bancaria e il conseguente aumento del costo del *funding*. Inoltre, in vista dell'introduzione delle regole di Basilea 3, gli istituti di credito dovranno adeguarsi ai più stringenti requisiti di liquidità e, pertanto, nell'offerta di prodotti saranno probabilmente indotti a sostituire il risparmio gestito con la raccolta diretta.

La flessione del canale bancario ha favorito la distribuzione dei promotori finanziari, ma soprattutto il canale istituzionale, rappresentato prevalentemente da servizi di gestione del risparmio connessi ai prodotti assicurativi e pensionistici. Considerati i cambiamenti attualmente in corso sul mercato del lavoro e le recenti riforme del sistema pensionistico italiano, la previdenza integrativa, attraverso il canale istituzionale, è destinata ad avere un ruolo sempre più centrale.

Trend prospettico del patrimonio gestito per canale distributivo (%), 2007 - 2014



“La flessione del canale bancario ha favorito la distribuzione dei promotori finanziari, ma soprattutto il canale istituzionale”

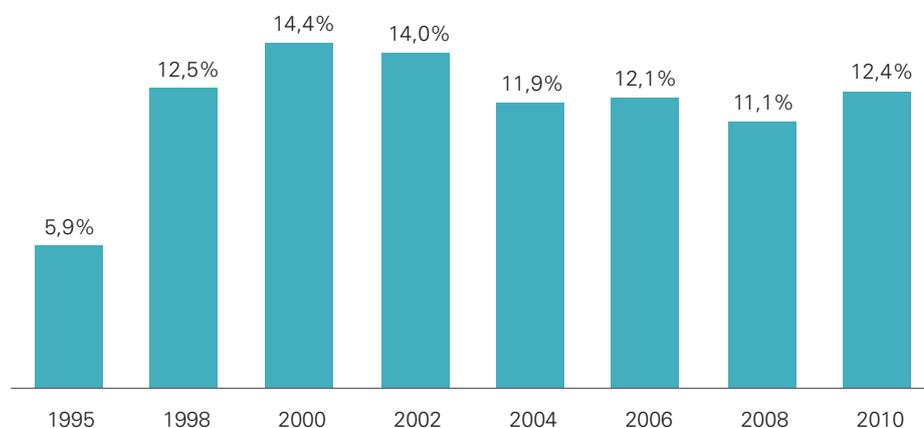
Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Prometeia

In sintesi, per il prossimo futuro ci si attende che il canale bancario continui a perdere quote di mercato a favore dell'offerta più specializzata dei promotori finanziari e del canale istituzionale.

La diffusione dei prodotti di risparmio gestito nel portafoglio delle famiglie italiane

Secondo un'indagine di Banca d'Italia 'I bilanci delle famiglie italiane', nel 2010 il 12,4% delle famiglie italiane deteneva obbligazioni e fondi comuni. Tra il 1995 e il 1998 la quota è più che raddoppiata e, dopo il picco del 2000 (14,4%), la quota è progressivamente scesa. Nel 2010 si è registrata una debole ripresa rispetto al 2008 (11,1%).

Diffusione di obbligazioni* e fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane (% sul totale delle famiglie), 1995 - 2010



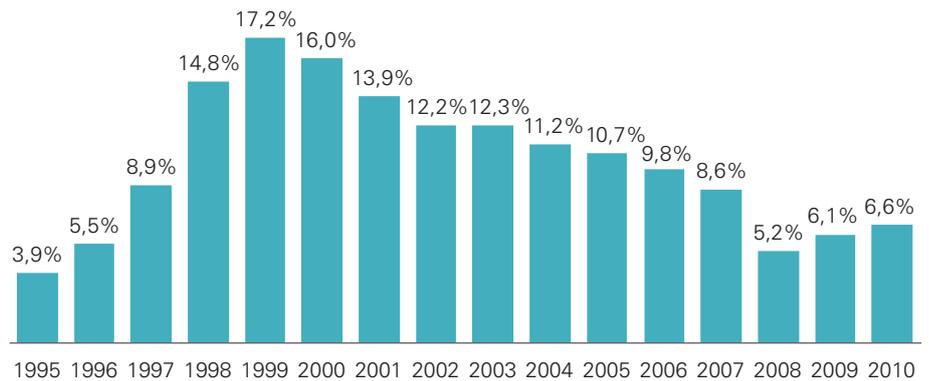
* Per obbligazioni si intendono le obbligazioni corporate (sono esclusi i Titoli di Stato)

Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Banca d'Italia

“A seguito della crisi finanziaria è ragionevole supporre che parte della **domanda d’investimento** delle famiglie italiane si sia spostata **dai fondi comuni alle obbligazioni**”

In termini di quota rispetto al totale delle attività finanziarie in portafoglio, la percentuale maggiore è stata raggiunta nel 1999, quando i soli fondi comuni d’investimento rappresentavano circa il 17% del totale delle attività finanziarie. Invece, il punto di minimo (fatta eccezione per gli anni di avvio) si è raggiunto nel 2008, quando i fondi comuni rappresentavano solo il 5% circa delle attività finanziarie delle famiglie.

L’incidenza dei fondi comuni d’investimento nel portafoglio delle famiglie italiane (% su totale delle attività finanziarie), 1995 - 2010



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Banca d’Italia

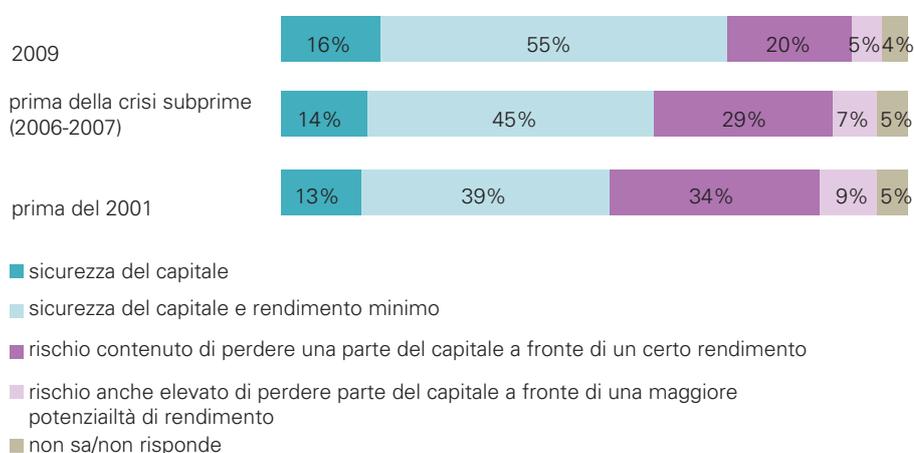
A seguito della crisi finanziaria e della perdita di fiducia da parte dei risparmiatori, è ragionevole supporre che parte della domanda d’investimento delle famiglie italiane si sia spostata dai fondi comuni alle obbligazioni.

Le scelte dei risparmiatori

A causa del crollo di fiducia conseguente alle turbolenze dei mercati finanziari, il profilo di rischio della clientela italiana si è spostato verso prodotti più semplici, spesso meno remunerativi, ma percepiti come più sicuri. Questa tendenza conferma la linea prudente adottata dai risparmiatori che hanno come principale esigenza la protezione del capitale. Tuttavia, di recente si osservano i primi segnali della volontà dei risparmiatori di ricercare nuove opportunità di investimento con rendimenti più soddisfacenti.

“Il profilo di rischio della clientela si è spostato verso **prodotti più semplici**, spesso meno remunerativi, ma percepiti come **più sicuri**”

Le principali esigenze manifestate dagli investitori italiani (% delle risposte), 2001 - 2009



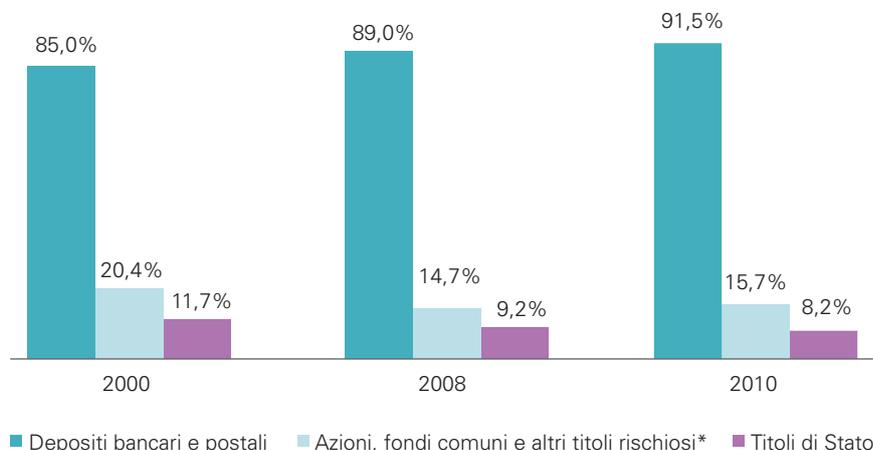
Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Assogestioni

Secondo le evidenze emerse dall'indagine di Banca d'Italia 'I bilanci delle famiglie italiane 2010', la diffusione delle attività finanziarie tra le famiglie varia in base al reddito, al grado d'istruzione, alla professione e in una certa misura anche all'area di residenza (Nord, Centro e Sud). In sintesi, nelle classi di reddito più basse sono maggiormente diffusi i prodotti di risparmio più semplici offerti dai canali bancari e postali (depositi e buoni fruttiferi postali). Nei portafogli delle famiglie con redditi medio-alti, invece, è maggiore l'incidenza dei Titoli di Stato, obbligazioni e fondi comuni.

Osservando il trend della diffusione delle attività finanziarie presso le famiglie italiane dal 2000 ad oggi, si nota che l'incidenza dei depositi bancari e postali è progressivamente aumentata dall'85% del 2000 al 91,5% del 2010. E', invece, diminuita la quota di famiglie che possiedono Titoli di Stato (si stima dall'11,7% del 2000 all'8,2% nel 2010). Contestualmente si è ridotta la diffusione di azioni, fondi comuni di investimento e altre attività finanziarie rischiose (dal 20,4% al 15,7%). Negli ultimi due anni, però, a fronte di una diminuzione della diffusione dei Titoli di Stato si è registrato un aumento dell'incidenza delle attività rischiose nel portafoglio delle famiglie italiane.

“L'incidenza dei **depositi bancari e postali** è progressivamente aumentata, mentre si è ridotta la diffusione di **azioni, fondi comuni di investimento e altre attività finanziarie rischiose**”

Diffusione delle attività finanziarie nei portafogli delle famiglie italiane (%), 2000 – 2010



* Nella categoria altri titoli rischiosi sono inclusi: obbligazioni private, partecipazioni a fondi comuni, gestioni patrimoniali e i titoli esteri

Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Banca d'Italia

“Con lo sviluppo dell’offerta dei servizi di **advisory specializzata e indipendente** nei prossimi anni ci si attende un maggiore orientamento della clientela verso i prodotti di risparmio gestito”

Occorre, pertanto, osservare che non è sempre vero che prodotti semplici e meno costosi siano i più idonei alle esigenze della clientela. Infatti, in uno scenario di modifiche e tendenziale riduzione del *welfare state*, il cliente dovrebbe ricorrere a soluzioni che non solo proteggano il capitale, ma che garantiscano anche un congruo rendimento.

Probabilmente, con lo sviluppo dell’offerta dei servizi di *advisory specializzata e indipendente*, nei prossimi anni ci si attende un maggiore orientamento della clientela verso i prodotti di risparmio gestito.

Questo implica, però, la necessaria percezione del valore aggiunto di tali servizi (qualità, professionalità, esperienza, indipendenza, reputazione del consulente) da parte della clientela e la disponibilità a pagare per il servizio di consulenza, caratteristiche che generalmente si osservano nei risparmiatori con età media superiore ai cinquant’anni.

Infine, è necessario che i governi e i mercati si impegnino nel promuovere misure che consentano di incrementare il grado di educazione finanziaria della clientela.



Il risparmio gestito in Italia. Trend ed evoluzione dei modelli di business

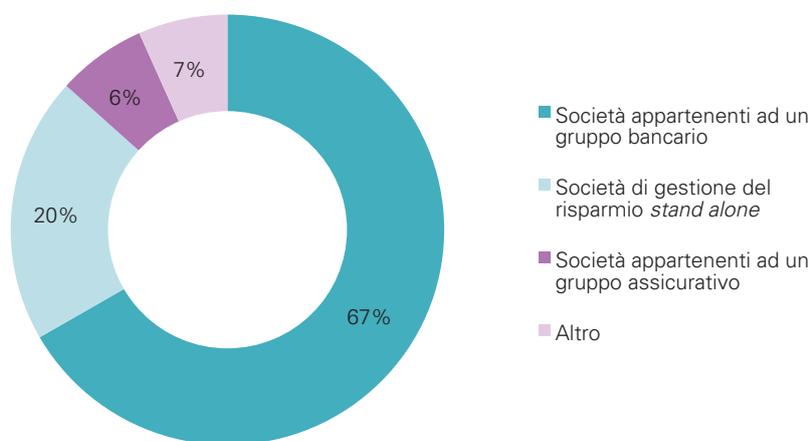
I risultati della survey

A cura dell'Ufficio Studi KPMG Advisory

La composizione del campione

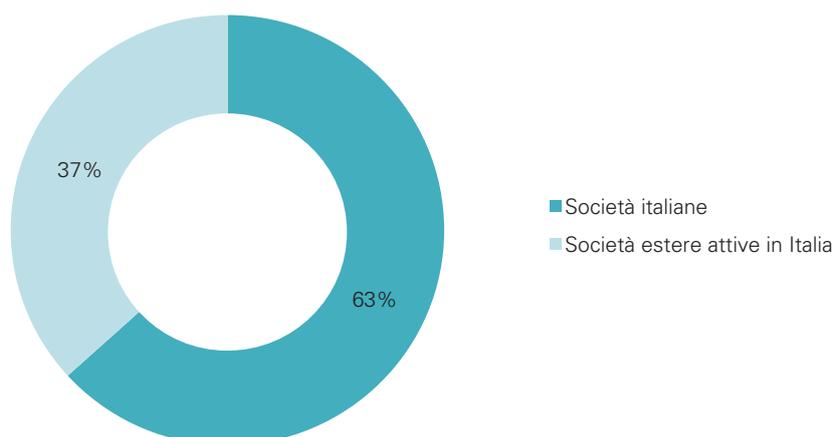
Alla survey hanno aderito i 30 principali operatori del risparmio gestito, nazionali ed internazionali, attivi sul mercato italiano, che rappresentano circa il 75% dell'AuM in Italia.

Il 67% del campione è rappresentato da società appartenenti ad un gruppo bancario, il 20% da SGR indipendenti e il 6% da operatori appartenenti ad un gruppo assicurativo. Sono inclusi nel campione anche un operatore appartenente ad un gruppo immobiliare e un operatore 'atipico'.



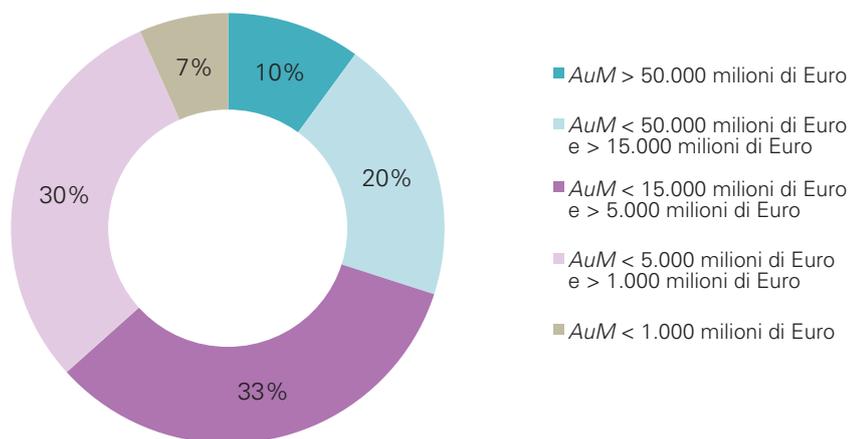
Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati del campione

Gli operatori domestici sono il 63% del campione intervistato.



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati del campione

Il campione comprende società di gestione rappresentative di tutte le classi dimensionali. Per la struttura del mercato italiano, piuttosto concentrata (i primi tre gruppi detengono infatti il 49% del patrimonio gestito), gli operatori maggiormente rappresentati sono i gruppi di medie dimensioni.



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sui dati del campione

Gli operatori che hanno partecipato alla survey sono prevalentemente specializzati nella vendita di fondi comuni aperti, nelle gestioni patrimoniali mobiliari e nella gestione di prodotti assicurativi.

“ Il legame tra fabbriche-prodotto e reti distributive è ancora forte ”

Le principali evidenze emerse

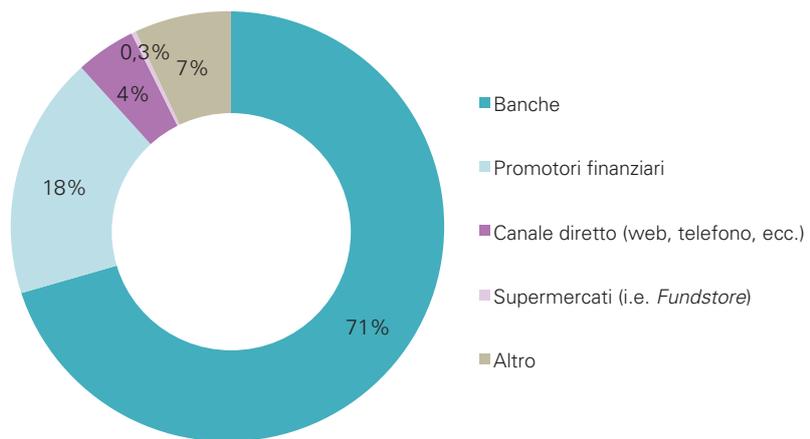
Canali distributivi, target di clientela e prodotti: le aspettative e gli obiettivi degli operatori

La predominanza della distribuzione attraverso il canale bancario e la prevalenza di SGR appartenenti a gruppi bancari conferma il legame ancora forte tra fabbriche-prodotto e reti distributive. Il 71% dell'*asset under management* (*AuM*) degli operatori che hanno aderito alla survey è veicolato tramite il canale bancario e il 18% tramite i promotori finanziari.

In media solo il 7% dell'*AuM* viene distribuito attraverso un canale *ad hoc* alla clientela istituzionale (tra cui fondi pensione, assicurazioni e casse di previdenza).

L'utilizzo ancora modesto di internet per i servizi finanziari e la scarsa cultura finanziaria dei risparmiatori italiani sono tra le cause del limitato ricorso ai canali diretti, web e telefono (4%).

In che misura è ripartito l'*AuM* tra i diversi canali distributivi utilizzati?



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

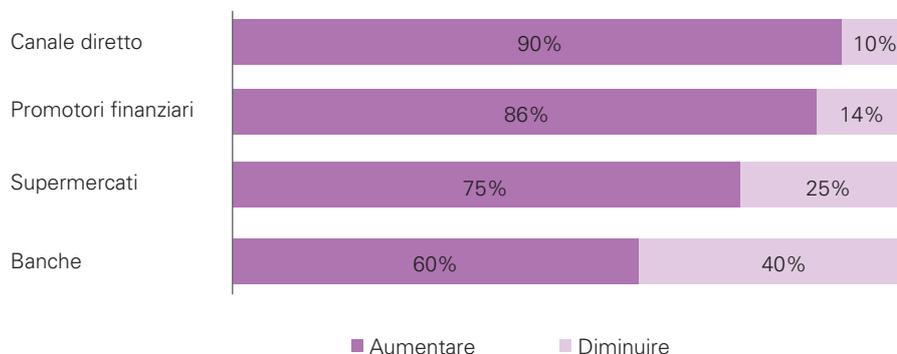
“ Nei prossimi anni aumenterà l'importanza del canale diretto ”

Tuttavia, nonostante la sua attuale scarsa diffusione, secondo il 90% dei rispondenti, il canale la cui importanza crescerà notevolmente sarà proprio quello diretto. A seguire, saranno in prospettiva sempre più importanti e maggiormente utilizzati la rete dei promotori finanziari (86%) e i supermercati/*fundstore* (75%).

Il canale bancario, ad oggi il principale veicolo di distribuzione dei prodotti del risparmio gestito, sarà in prospettiva quello per il quale ci si attende una minore crescita.

Secondo tre operatori nei prossimi anni avrà un peso crescente il canale dedicato alla clientela istituzionale.

In prospettiva, come ritiene possa evolvere l'importanza dei vari canali distributivi?

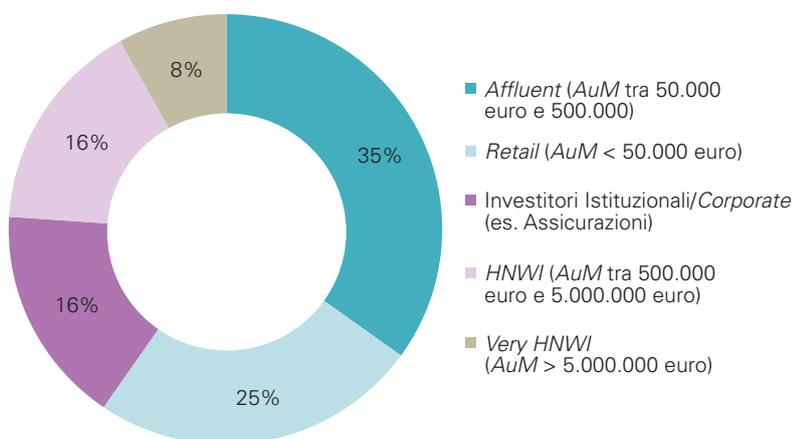


Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

Ad oggi la maggior parte della clientela è costituita prevalentemente da risparmiatori con patrimoni di entità medio-bassa. Infatti, i prodotti di risparmio gestito vengono collocati per il 35% presso la clientela *Affluent* e per il 25% presso la clientela *Retail*.

“La clientela è costituita prevalentemente da risparmiatori con patrimoni di entità medio-bassa”

Qual è attualmente il target di clientela presso cui vengono principalmente collocati i prodotti?



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

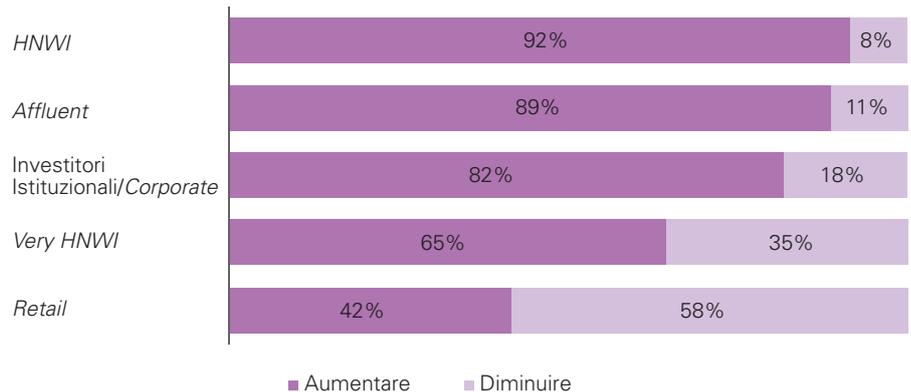
Rispetto all'attuale composizione della clientela, gli operatori ritengono sarebbe strategicamente più importante lo spostamento del target verso la clientela con patrimoni più consistenti e con esigenze più sofisticate. Questa dinamica comporterà l'evoluzione verso l'offerta di servizi altamente specializzati.

Per il futuro, infatti, i target di clientela più interessanti, dai quali ci si attende un aumento del patrimonio in gestione, sono gli *HNWI* e gli *Affluent* e gli *Investitori Istituzionali/Corporate*. Per contro il campione si aspetta una diminuzione della clientela *Retail*.

“Per il futuro ci si aspetta che gli operatori si orienteranno verso target di clientela più ‘interessanti’: gli *HNWI*, gli *Affluent* e gli *Investitori Istituzionali/Corporate*”

Questa evidenza è, peraltro, in linea con le attese di una progressiva riduzione dell'importanza del canale bancario, cui storicamente fa riferimento la clientela *Retail*.

In prospettiva, come ritiene che possa evolvere l'importanza dei diversi target di clientela presso cui sarà strategicamente più importante collocare i prodotti?



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

“La composizione dell’offerta dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile”

La composizione dell’offerta dovrebbe, invece, rimanere sostanzialmente stabile. Secondo gli operatori, infatti, i prodotti su cui si focalizzerà l’offerta continueranno ad essere i fondi comuni aperti: il 65% dei rispondenti li ha indicati come prodotti principali su cui puntare anche per i prossimi anni. Seguono nel *ranking* le gestioni patrimoniali mobiliari e le gestioni di prodotti assicurativi. I prodotti su cui in prospettiva le SGR si concentreranno meno saranno, invece, i fondi comuni chiusi, probabilmente per la scarsa propensione dei risparmiatori per le forme di investimento meno flessibili.

In prospettiva, su quale dei seguenti prodotti ritiene sarà maggiormente focalizzata l’offerta dell’Organizzazione presso cui lavora?

(*ranking* delle preferenze espresse dal campione)

- ① Fondi comuni aperti (OICR aperti)
- ② Gestioni patrimoniali mobiliari
- ③ Gestioni di prodotti assicurativi
- ④ Gestioni patrimoniali previdenziali
- ⑤ Gestioni patrimoniali in fondi
- ⑥ Fondi comuni chiusi (OICR chiusi)

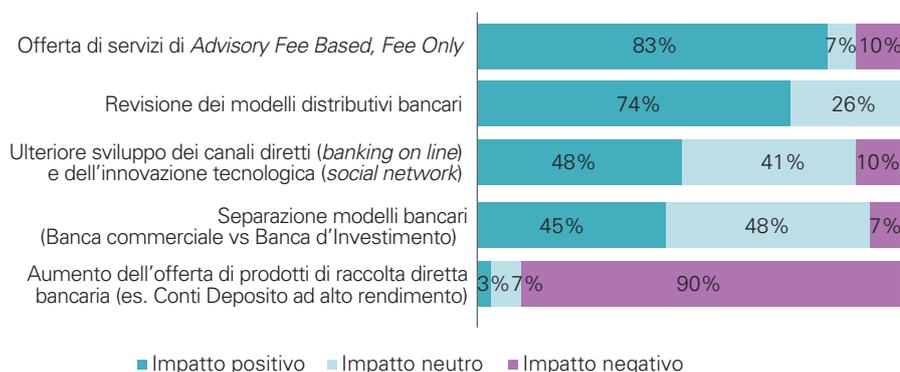
Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

L'evoluzione del modello di business: il modello 'aperto'

L'offerta di servizi di consulenza finanziaria (*advisory fee based e fee only*) e la revisione del modello distributivo bancario sono le innovazioni che secondo gli operatori potranno imprimere un nuovo impulso al settore.

Il frequente rapporto di dipendenza delle fabbriche-prodotto da una rete distributiva bancaria non specializzata spiega perché il 90% dei rispondenti consideri l'aumento dell'offerta di prodotti di raccolta diretta bancaria come fattore negativo per il settore. Infatti, soprattutto in periodi di congiuntura economica sfavorevole e in un contesto di tensioni sul mercato del *funding*, le banche tendono a mutare le proprie politiche commerciali e a sostituire, dunque, i prodotti del risparmio gestito con quelli di raccolta diretta, riducendo la raccolta del risparmio gestito.

Secondo il Suo parere, quale sarà l'impatto sul mercato dell'asset management delle seguenti tendenze emergenti?



* Impatto positivo: generazione di benefici potenziali per il settore dell'*asset management*
 Impatto negativo: generazione di elementi/barriere competitive per il settore dell'*asset management*.

Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

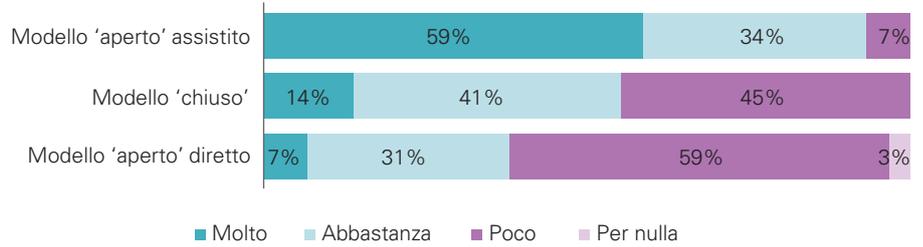
Nell'ottica di una revisione del meccanismo di relazione fabbrica-rete, per il 93% dei rispondenti il modello più adatto all'evoluzione del settore è il modello 'aperto' assistito, basato sul ricorso da parte della clientela a servizi di pura negoziazione e a servizi di *advisory non commission based*, in forma congiunta o disgiunta.

Il modello distributivo attualmente prevalente, basato su accordi di collocamento tra produttore e distributore (il cosiddetto modello 'chiuso'), viene considerato poco o per nulla idoneo dall'86% degli intervistati, così come il cosiddetto modello 'aperto' diretto, che prevede il ricorso a piattaforme di pura negoziazione direttamente da parte della clientela (62% dei rispondenti).

“L'offerta di servizi di consulenza finanziaria e la revisione del modello distributivo bancario sono le innovazioni che potranno imprimere un nuovo impulso al settore”

“Il modello più adatto all'evoluzione del settore è il modello 'aperto' assistito”

In vista di una revisione del meccanismo di relazione fabbrica-rete, in che misura ritiene siano idonei i seguenti modelli distributivi?



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

“L’indipendenza del collocatore sta diventando un fattore sempre più importante per la costruzione di un rapporto di fiducia con la clientela”

Il principale limite del modello ‘chiuso’ è la sua forte dipendenza dalle strategie dei collocatori (97% del campione).

In un settore in cui i principali attori sono le banche, tra le criticità del modello ‘chiuso’ il 62% dei rispondenti segnala, inoltre, i possibili conflitti d’interesse tra ‘produttore’ e collocatori. L’indipendenza del collocatore sta diventando un fattore sempre più importante per la costruzione di un rapporto di fiducia con la clientela.

Quale ritiene siano i limiti del modello ‘chiuso’?

(consentite più risposte)



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

Il modello ‘aperto’, in particolare quello assistito, è considerato, dunque, come il più adatto all’evoluzione del settore e tra i principali benefici legati alla sua adozione il campione segnala: la maggiore concorrenza e indipendenza distributiva (66%), la riconoscibilità dei servizi di *advisory* come valore aggiunto rispetto all’attività di negoziazione (48%), la possibilità per la clientela più evoluta di utilizzare liberamente canali diretti (41%).

In via residuale, questo modello porterebbe benefici in termini di miglioramento dell’offerta (quantità e qualità dei prodotti), di trasparenza nei confronti della clientela e di costi.

Quale ritiene siano i vantaggi del modello 'aperto'?

(consentite più risposte)



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

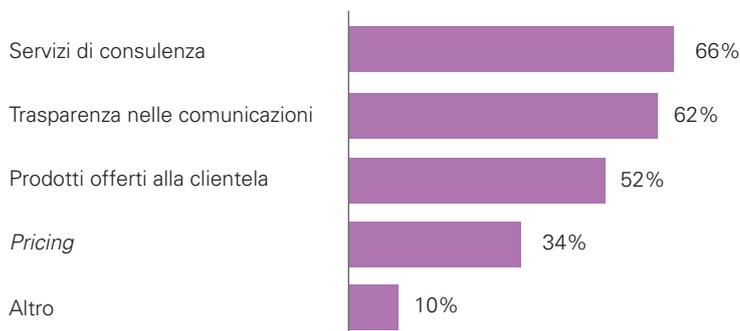
Verso la consulenza indipendente: i servizi *advisory fee based*

Secondo il campione, l'offerta di servizi di consulenza e la trasparenza nel rapporto con il cliente dovrebbero essere i *driver* principali per il recupero della fiducia da parte dei risparmiatori nei confronti degli operatori e dei prodotti di risparmio gestito. Infatti, per dare nuovo slancio al settore, il 66% dei rispondenti ha indicato che sarà necessario arricchire l'attuale offerta con servizi di consulenza *ad hoc*, mentre il 62% ha segnalato la necessità di una maggiore trasparenza nelle comunicazioni.

Gli 'addetti ai lavori' ritengono altresì importanti la qualità e la gamma dell'offerta (52%), nonché il fattore *pricing* (34%).

In quali ambiti ritiene che le SGR dovranno mettere in atto azioni per aumentare la fiducia/prospensione della clientela/risparmiatori?

(consentite più risposte)

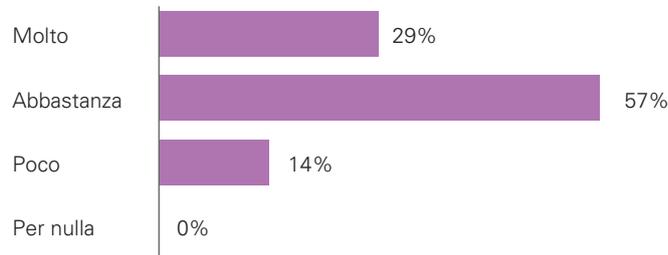


Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

L'86% del campione ritiene che i servizi di *advisory fee based* avranno un ruolo crescente nei prossimi anni. Questa risposta è coerente con il fatto che il modello 'aperto' assistito è secondo gli intervistati il più idoneo per l'evoluzione del settore.

“I servizi di *advisory fee based* avranno un ruolo crescente nei prossimi anni”

Ritiene che i servizi di *advisory fee based* nel mercato dell'*asset management* possano avere un ruolo importante?



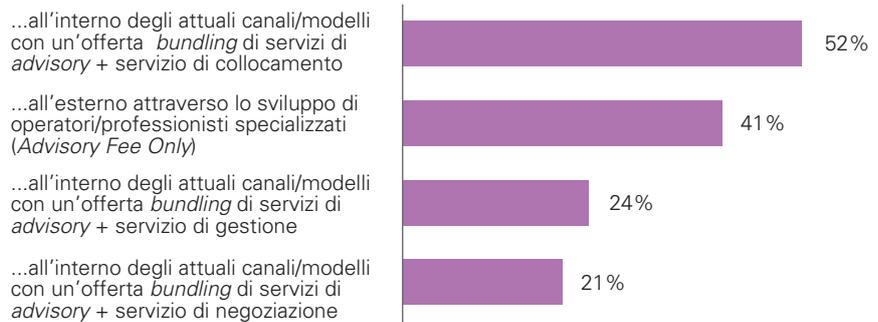
Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

In merito alla modalità di diffusione ed affermazione dei servizi di *advisory fee based*, però, il campione sembra spaccato su due opposti orientamenti. Secondo il 52% del campione l’offerta dei servizi di *advisory fee based* si potrebbe affermare più facilmente all’interno degli attuali modelli distributivi dove il servizio di consulenza, con un *pricing* esplicito, si affianca a quello di collocamento.

Il 41% ritiene, invece, che i servizi di *advisory fee based* si affermeranno all’esterno degli attuali modelli distributivi, mediante operatori e professionisti specializzati, distinti dalle reti distributive (*advisory fee only*).

Ritiene che i servizi di *advisory fee based* possano più facilmente affermarsi...

(consentite più risposte)



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

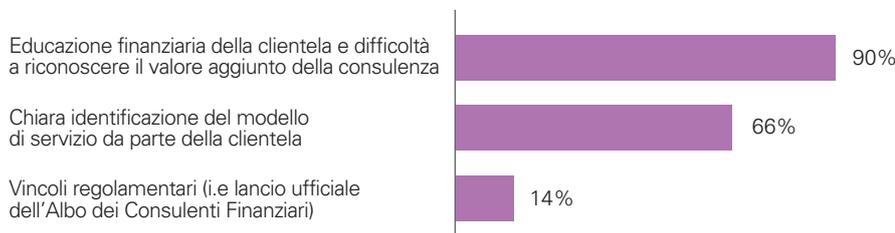
“ Il maggiore ostacolo alla diffusione dei servizi di *advisory fee based* è la mancanza di cultura finanziaria della clientela ”

I maggiori ostacoli alla diffusione dei servizi di *advisory fee based* sono la mancanza di cultura finanziaria della clientela e, dunque, la difficoltà a riconoscere il valore aggiunto dell’attività di consulenza (90% del campione), nonché l’ancora non chiara identificazione del modello di servizio (66% del campione).

I vincoli regolamentari sono invece considerati un problema marginale. Alcuni operatori segnalano anche la sostenibilità economica del modello *fee based* e la formazione e la motivazione dei consulenti.

Quali ritiene siano i principali vincoli per l'affermazione dei servizi di *advisory fee based*?

(consentite più risposte)



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

Il principale fattore abilitante per l'affermazione dei servizi di *advisory fee based* è la percezione da parte della clientela che questa attività sia indipendente dalle strategie dei collocatori. L'elemento 'fiducia della clientela' è, infatti, fondamentale per la diffusione e il successo di questi servizi. In questo senso va letta l'importanza anche della professionalità, dell'esperienza e della reputazione degli operatori.

Altrettanto importante è che l'offerta di questi servizi sia promossa dagli operatori che hanno in gestione le masse dei clienti, piuttosto che da professionisti esterni specializzati. Il tema dell'integrazione dell'offerta (servizi di consulenza e gestione del patrimonio) sembra, dunque, importante ed evidenzia la volontà da parte degli attuali operatori di non voler esternalizzare questa parte della *supply chain*.

“ Il principale fattore abilitante per l'affermazione dei servizi di *advisory fee based* è l'indipendenza dalle strategie dei collocatori ”

Quali ritiene siano i fattori abilitanti per l'affermazione dei servizi di *advisory fee based*?

(ranking delle preferenze espresse dal campione)

- ① Percezione da parte della clientela di indipendenza/qualità del servizio offerto
- ② Professionalità/esperienza/reputazione degli operatori
- ③ L'offerta del servizio di *advisory fee based* da parte degli operatori che hanno in gestione le masse dei clienti
- ④ L'offerta del servizio di *advisory fee based* da parte di operatori/professionisti terzi
- ⑤ Riduzione dei costi complessivi per la clientela
- ⑥ Disponibilità di *execution only* (i.e. piattaforme telematiche) per la sottoscrizione e il rimborso di quote di fondi

Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

“L'introduzione dei servizi di **advisory fee based** inciderà prevalentemente sulle **politiche commerciali**, ma anche sull'aumento della **concorrenza tra SGR e tra prodotti**”

L'introduzione dei servizi di *advisory fee based* inciderà prevalentemente sulle politiche commerciali, ma anche sull'aumento della concorrenza tra SGR e tra prodotti. Potrebbe, inoltre, portare all'introduzione di prodotti *ad hoc*, quali ad esempio fondi dedicati agli *advisory fee only*.

In subordine, si ritiene che questi servizi possano svilupparsi all'interno delle SGR, favorendo lo sviluppo di canali '*non captive*' per le SGR appartenenti a gruppi bancari.

In pochi pensano che l'introduzione dei servizi di consulenza *fee based* possa determinare effetti negativi per le SGR, quali ad esempio la riduzione dei margini e la riduzione dei volumi.

Quali ritiene possano essere gli effetti dello sviluppo dei servizi di **advisory fee based** per le SGR?

(*ranking delle preferenze espresse dal campione*)

- ① Trasformazione/Cambiamento delle politiche commerciali
- ② Maggiore competizione tra le società di gestione/Prodotti
- ③ Introduzione di prodotti dedicati (es. fondi dedicati agli *advisory fee only*)
- ④ Sviluppo di canali '*non captive*' per le SGR appartenenti a gruppi bancari
- ⑤ Sviluppo all'interno delle SGR di servizi di *advisory fee based*
- ⑥ Riduzione dei margini
- ⑦ Riduzione dei volumi gestiti

Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

“Sono poche le aziende che offrono già servizi di consulenza **fee based**”

Sono poche le aziende che offrono già servizi di consulenza *fee based* e l'incidenza in relazione alle masse gestite è ancora limitata rispetto all'attività di gestione. Infatti, soltanto il 36% delle società del campione ha attivato un servizio di *advisory fee based* e per il 67% di esse questa attività rappresenta meno del 10% del totale delle masse gestite. Il 7% delle organizzazioni del campione sta studiando lo sviluppo e l'introduzione dei servizi di *advisory fee based*.

La società per cui lavora ha un servizio di *advisory fee based* attivo per i propri clienti? Se sì, attualmente, nella società per cui lavora, quanto pesa il servizio di *advisory fee based* sulle masse totali?



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

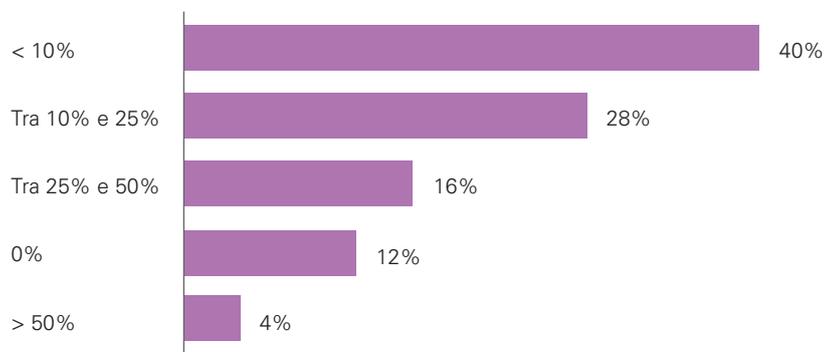
Il campione ritiene che l'attività di *advisory fee based* nel prossimo futuro avrà un peso ancora limitato rispetto alle masse gestite.

L'88% degli operatori intervistati crede nel progressivo sviluppo del servizio di *advisory fee based* e il 40% ritiene che questa attività inciderà sulle masse totali per meno del 10%.

Solo il 20% dei rispondenti ritiene che il servizio peserà più del 25% sulle masse gestite.

“L'attività di *advisory fee based* nel prossimo futuro avrà un peso ancora limitato rispetto alle masse gestite”

In prospettiva, quanto ritiene possa pesare il servizio di *advisory fee based* sulle masse totali?



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

“ Il settore in Italia mostra ancora margini per un ulteriore consolidamento ”

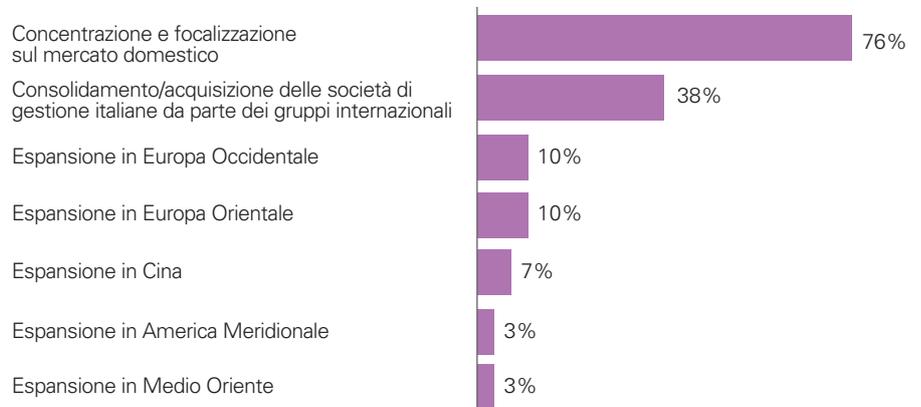
L'attività di M&A e il processo di consolidamento

Il settore del risparmio gestito in Italia mostra ancora margini per un ulteriore consolidamento secondo la maggior parte degli intervistati. Infatti, il 76% del campione ritiene probabile che l'attività di M&A dei prossimi anni avrà come principale effetto un'ulteriore concentrazione del mercato domestico.

Solo il 38% dei rispondenti pensa che aziende estere possano fare acquisizioni in Italia e il 33% che le SGR italiane effettueranno acquisizioni all'estero (prevalentemente in Europa, ma anche in Cina).

Quali prospettive nell'attività di M&A ritiene più probabili per l'industria del risparmio gestito in Italia?

(consentite più risposte)



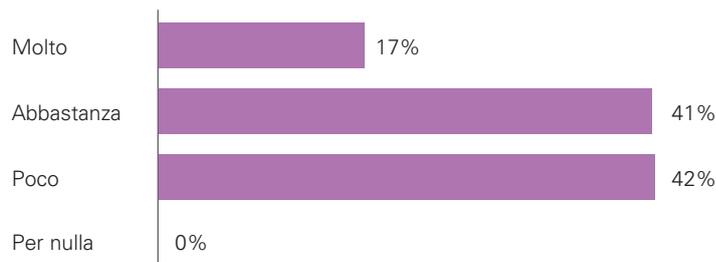
Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

“ Il campione sembra spaccato sull'importanza della separazione tra fabbriche-prodotto e rete distributiva ”

L'indipendenza delle SGR dalla rete di distribuzione dovrebbe contribuire soprattutto ad aumentare la trasparenza, l'ampiezza e la qualità dell'offerta e quindi il recupero della fiducia dei risparmiatori.

Tuttavia il campione sembra spaccato sull'importanza della separazione tra fabbriche-prodotto e rete distributiva (per il 58% è importante, per il 41% è poco importante).

Per il rilancio del settore quanto ritiene importante la separazione delle fabbriche-prodotto dalla rete distributiva attraverso la cessione delle SGR detenute dalle banche commerciali?



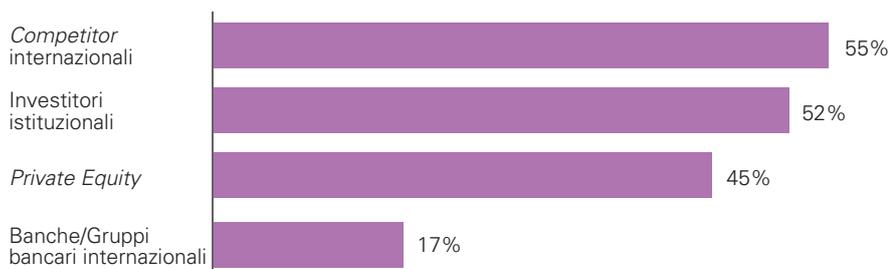
Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

I potenziali *bidder* delle fabbriche-prodotto, che i gruppi bancari potrebbero mettere in vendita, sono i *competitor* internazionali, gli investitori istituzionali e i fondi di *private equity*.

Soltanto il 17% ha indicato banche o gruppi bancari internazionali come possibili acquirenti delle fabbriche-prodotto.

Nell'ipotesi in cui i gruppi bancari decidano di cedere le fabbriche-prodotto, a quali soggetti ritiene possa essere più idoneo aprire il capitale delle SGR?

(consentite più risposte)

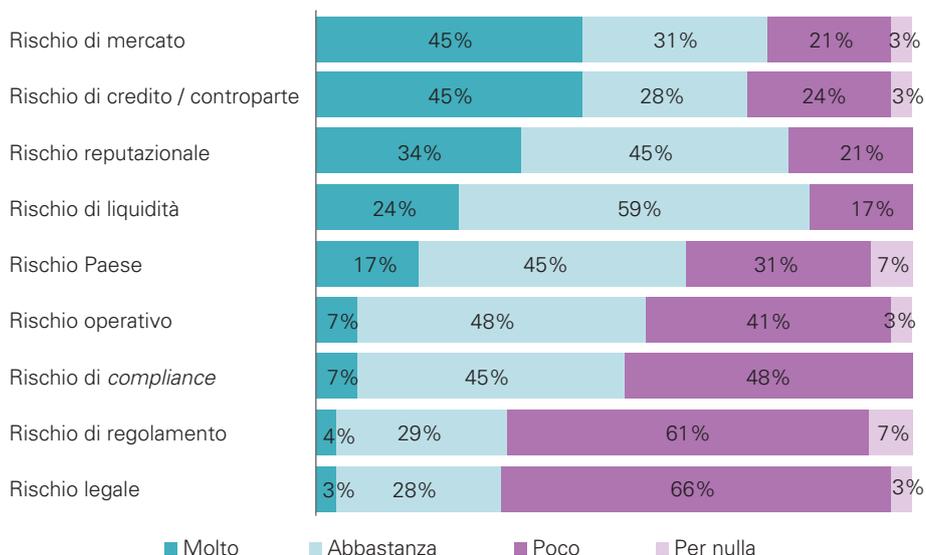


Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

Risk management ed evoluzione del contesto regolamentare

Complessivamente il campione intervistato ritiene che nell'attuale scenario di mercato e in considerazione della tipologia dei prodotti, molto connessi al trend dei mercati finanziari e del credito, le aree di rischio più significative siano il rischio di mercato e il rischio di credito e controparte, seguiti dal rischio reputazionale e dal rischio di liquidità.

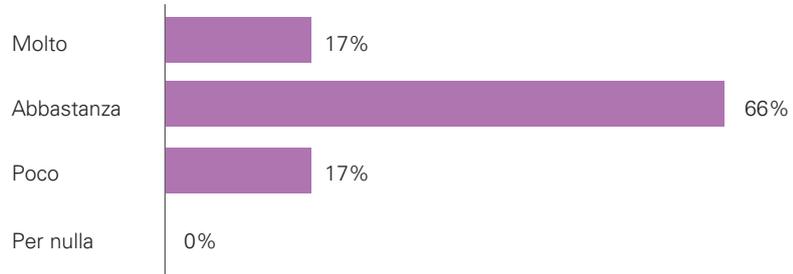
Considerato l'attuale contesto di mercato, quali rischi ritiene possano avere maggiore rilevanza per l'attività della sua azienda?



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

L'83% del campione ritiene che i prossimi anni saranno caratterizzati da importanti innovazioni normative e regolamentari che avranno impatto sull'industria del risparmio gestito.

Ritiene che nei prossimi anni ci sarà un'azione determinante da parte degli organi regolamentari sull'industria del risparmio gestito?



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

“Le principali modifiche regolamentari dovrebbero essere soprattutto finalizzate a favorire il recupero di fiducia della clientela”

Secondo l'opinione prevalente del campione intervistato le principali modifiche regolamentari dovrebbero essere soprattutto finalizzate a favorire il recupero di fiducia della clientela: aumento dell'indipendenza e rimozione di eventuali conflitti d'interesse tra fabbrica-prodotto e rete distributiva, aumento della trasparenza e dell'informativa di mercato e modifica dei modelli distributivi e commerciali.

In quali delle seguenti aree ritiene più probabile l'introduzione di innovazioni regolamentari?

(ranking delle preferenze espresse dal campione)

- ① Conflitti di interesse/indipendenza
- ② Trasparenza/informativa
- ③ Modelli distributivi/commerciali
- ④ Risk Management
- ⑤ Pricing/costi
- ⑥ Fiscalità

Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

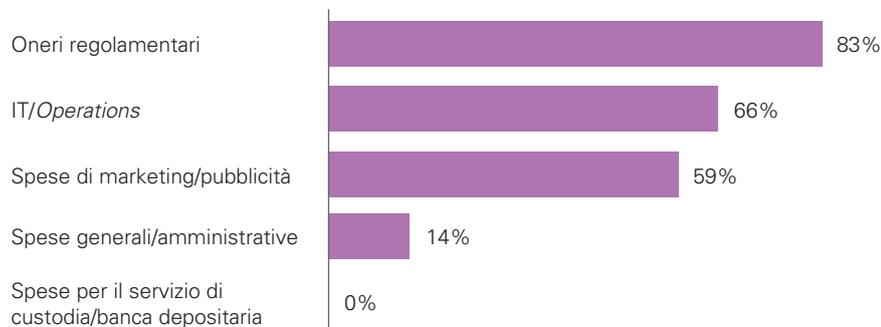
“Gli operatori appaiono chiaramente preoccupati dal possibile aumento degli oneri legati agli adeguamenti regolamentari”

In considerazione dei recenti fermenti normativi, gli operatori appaiono chiaramente preoccupati dal possibile aumento degli oneri legati agli adeguamenti regolamentari (83% dei rispondenti), delle infrastrutture IT e della funzione *Operations* (66%).

Probabilmente anche per la necessità di recuperare la fiducia dei risparmiatori, il 59% del campione si attende che nei prossimi anni cresceranno le spese di marketing e pubblicità.

Quale ritiene possano essere in futuro i costi destinati a crescere maggiormente per le Società di Gestione?

(consentite più risposte)

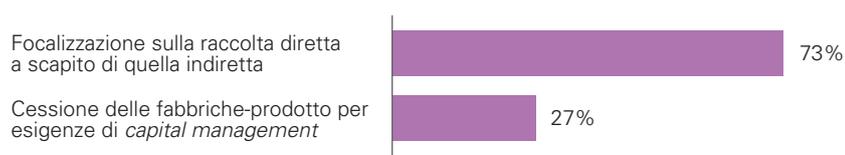


Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

Considerata la forte connessione delle fabbriche-prodotto con la distribuzione del canale bancario e la conseguente dipendenza dalle politiche commerciali del gruppo bancario di appartenenza, l'introduzione dei nuovi requisiti patrimoniali e di liquidità di Basilea 3, secondo il 73% dei rispondenti, potrebbe indurre ad una ri-focalizzazione sui prodotti di raccolta diretta. Il tema è chiaramente rilevante solo per gli operatori di matrice bancaria. Solo il 27% del campione ritiene che sia possibile una progressiva cessione delle fabbriche-prodotto per esigenze di *capital management*. Un rispondente ha indicato come effetto dell'introduzione dei nuovi requisiti patrimoniali e di liquidità la creazione di *joint venture* tra le fabbriche-prodotto e un altro la cessione delle fabbriche per esigenze di revisione del modello di business.

“L'introduzione dei nuovi requisiti patrimoniali e di liquidità di Basilea 3 potrebbe indurre le banche ad una ri-focalizzazione sui prodotti di raccolta diretta”

Quali impatti ritiene possa avere l'introduzione dei requisiti di Basilea 3 sul business dell'Organizzazione presso cui lavora?



Fonte: elaborazione Ufficio Studi KPMG Advisory sulle risposte fornite dal campione

Approfondimenti

Competizione tra operatori o competizione tra modelli:

l'evoluzione dei sistemi distributivi

A cura di Giuliano Cicioni e Guido Tirloni, KPMG Advisory

Come noto, ormai da diversi anni il mercato del risparmio gestito italiano manifesta un *trend* negativo della raccolta netta che ha assunto un carattere progressivamente strutturale. Diverse le cause di tale crisi, ad esempio la legislazione fiscale sfavorevole (successivamente superata), ma l'aspetto centrale va sicuramente individuato nella struttura industriale del settore, caratterizzata da assetti proprietari concentrati in capo a gruppi bancari, integrazione verticale tra distribuzione e produzione e persistenza di modelli distributivi 'chiusi', incardinati su accordi e processi di collocamento.

Storicamente, in Italia il settore del risparmio gestito è caratterizzato dalla presenza dominante di operatori di matrice bancaria. Le banche e gli intermediari facenti capo ai gruppi bancari, infatti, costituiscono pressoché l'unico canale di distribuzione dei prodotti di risparmio gestito, sviluppati dalle SGR del gruppo, in virtù di specifici accordi di collocamento. Tali accordi prevedono commissioni retrocesse alle reti distributive che vengono sostenute dalle *fee* addebitate al cliente finale (modello cosiddetto *commission based*). L'elevata quota di mercato del canale bancario, unita alla bassa propensione dei gruppi bancari a distribuire prodotti di SGR esterne al gruppo, si è riflessa in un mercato fondamentalmente guidato dalle politiche distributive dei collocatori e caratterizzato da un profilo a forte prevalenza di schemi *bundling*, con un'elevata correlazione tra banca di riferimento per i rapporti bancari (ad esempio il conto corrente) e banca alla quale viene affidata la gestione del risparmio. Ciò ha comportato la progressiva affermazione, e successivamente la persistenza, di un modello di integrazione verticale nel quale la componente della produzione svolge un ruolo subordinato rispetto a quello della distribuzione.

È anche vero che, inizialmente, l'integrazione verticale tra produzione e distribuzione ha favorito lo sviluppo del risparmio gestito in Italia; tuttavia, con l'evolvere dei bisogni finanziari (basti pensare ai nuovi schemi previdenziali) e con il susseguirsi dei cicli economici e di mercato, si sono progressivamente manifestati tutti i limiti di tale modello, che da ultimo ha ingenerato una crisi nel rapporto fiduciario tra domanda e offerta. Negli ultimi anni è emerso, inoltre, un crescente problema di sostenibilità: è diventato necessario per le istituzioni bancarie rifocalizzarsi su un modello di business tradizionale d'intermediazione a causa del quadro regolamentare e delle condizioni di mercato che inducono a canalizzare i flussi di risparmio della clientela nella raccolta diretta. D'altro

canto, presso i clienti prevale la percezione di un mercato poco competitivo, caratterizzato da conflitti d'interesse e da costi elevati, sostenuti in gran parte per la remunerazione di distributori, senza un'effettiva correlazione con il valore del servizio prestato.

Partendo da questo panorama, nel corso degli anni sono state progressivamente introdotte innovazioni, sia direttamente da parte degli attori del mercato, sia da parte dei regolatori, al fine di incrementare i livelli di concorrenza e la capacità di selezione da parte della clientela. Alcuni esempi in questo senso rappresentati dall'*open architecture*, dalle regolamentazioni successive all'emanazione della direttiva MiFID sulla remunerazione e sui servizi di consulenza, dai processi di separazione proprietaria e gestionale tra fabbriche e reti promossi dalle autorità di vigilanza italiane.

Tuttavia le caratteristiche di fondo del settore, come mercato cosiddetto 'di offerta', persistono, deponendo a favore della necessità/capacità degli operatori di stimolare, talvolta di orientare, i bisogni della domanda, la cui mobilità e selezione, e, quindi, la cui capacità di generare efficienza competitiva del mercato, resta complessivamente ridotta e comunque non paragonabile a quella di altri settori *retail* (ad esempio i settori dei *consumer good*, la telefonia o l'elettronica di consumo). Del resto, gli stessi operatori di mercato percepiscono tutti i limiti e i vincoli dell'attuale impianto distributivo. Come più diffusamente trattato nella *survey*, l'attuale modello 'chiuso' viene considerato poco o per nulla idoneo dall'86% degli intervistati, principalmente a causa della forte dipendenza dalle strategie e dalle politiche di offerta dei soggetti collocatori e per la percezione da parte della clientela di possibili conflitti di interesse tra i produttori e i collocatori.

Pertanto, le debolezze strutturali del sistema sembrano essere riconducibili più all'organizzazione e al funzionamento del sistema nel suo complesso, che alle strategie e alle azioni competitive condotte dai singoli attori. Un percorso evolutivo in tal senso, quindi, dovrebbe essere ricercato attraverso l'introduzione ed affermazione di modelli distributivi alternativi al sistema tradizionale 'chiuso' (caratterizzato dal processo di collocamento e dal rapporto produttore-distributore) e mediante lo sviluppo di meccanismi competitivi compatibili con le caratteristiche del settore (mercato 'di offerta', bassa riconoscibilità del prodotto, comportamento prociclico della domanda), quindi basati su una competizione tra modelli diversi, piuttosto che su una competizione tra operatori diversi all'interno dell'attuale modello.

“ Il percorso evolutivo del settore passa attraverso l'introduzione di modelli distributivi alternativi al sistema tradizionale 'chiuso' ”

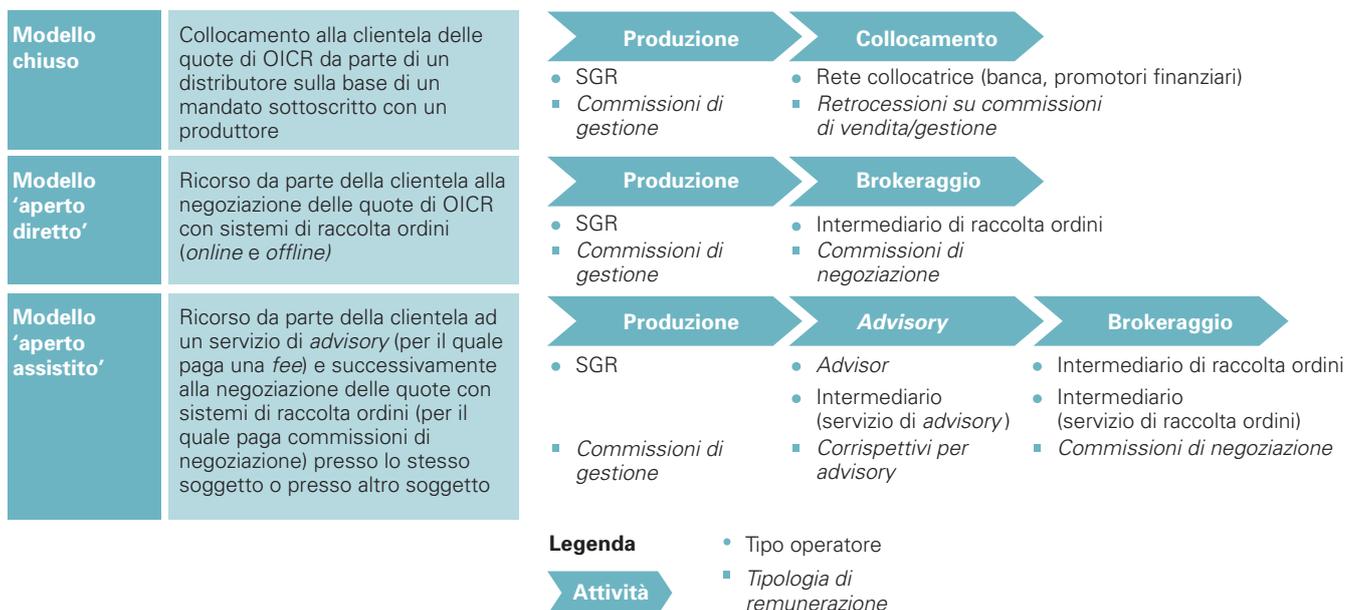
In estrema sintesi, uniformando le condizioni di accesso e di funzionamento del mercato del risparmio gestito a quelle del risparmio amministrato e abilitando la sostenibilità di servizi alternativi (ad esempio quelli di *advisory* e di *execution only*), ad oggi previsti, ma non ancora affermati nell'*asset management*, in quanto 'cannibalizzati' dal collocamento, potrebbero emergere tre fattori abilitanti per lo sviluppo del settore:

- l'*unbundling* tra componente di vendita e componente di servizio (*advisory*), grazie ad una quotabilità di servizi di sola vendita (*execution only*);
- la conseguente sostenibilità di un'offerta di *advisory unbundled*, che oggi fatica ad affermarsi perché costretta a proporsi *on top* rispetto al collocamento e, pertanto, con una proposta di valore difficilmente recepibile dalla domanda, se non di nicchia;
- una maggior riconoscibilità dei prodotti (nelle sue diverse componenti, di costo, *performance*, profilo di rischio/rendimento, ecc.) da parte della clientela e di conseguenza l'incentivo per i produttori a sviluppare prodotti migliori e a promuoverli anche con adeguate strategie di *sell out*.

Su tali presupposti, il mercato potrebbe polarizzarsi su tre modelli di business differenti:

- modello chiuso: modello attuale basato sull'accordo di collocamento tra produttore e distributore;
- modello 'aperto diretto': modello basato sul ricorso a piattaforme di pura negoziazione direttamente da parte della clientela;
- modello 'aperto assistito': modello basato sul ricorso da parte della clientela a servizi di pura negoziazione e a servizi di *advisory non commission based* in forma congiunta o disgiunta.

Modelli industriali a confronto: caratteristiche e proposte di valore



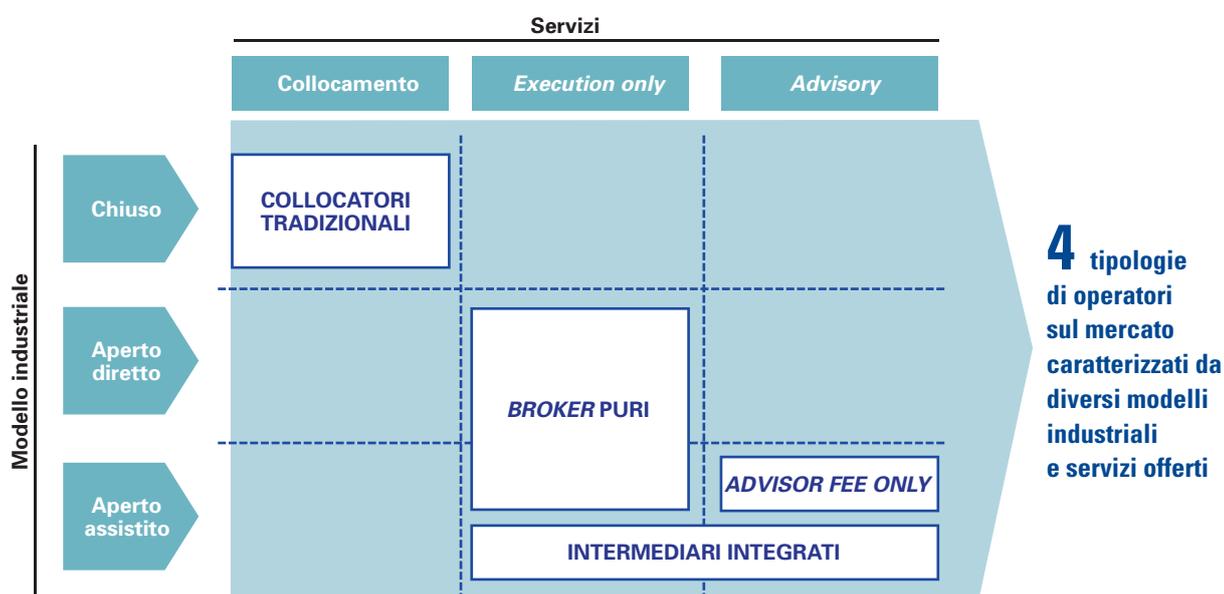
Secondo tale schema, le SGR continuerebbero a focalizzarsi sull'attività di produzione, mentre la negoziazione dei fondi potrebbe essere effettuata direttamente dalla clientela presso degli intermediari di raccolta ordini. In tal modo, accanto all'attuale modello chiuso, che resterebbe presidiato dai collocatori tradizionali, forti delle proprie reti distributive, si potrebbero sviluppare due differenti modelli industriali. Il primo modello, cosiddetto 'aperto diretto', prevede il ricorso da parte della clientela alla negoziazione delle quote dei fondi direttamente presso operatori di brokeraggio (tipicamente *online*). Il secondo modello, cosiddetto 'aperto assistito', prevede, invece, il ricorso da parte della clientela ad un servizio di *advisory* offerto da un intermediario indipendente e successivamente alla negoziazione delle quote dei fondi presso lo stesso soggetto o direttamente presso un *broker*. I principali vantaggi del modello 'aperto assistito' per gli operatori consistono nella maggiore indipendenza distributiva, nella riconoscibilità del servizio di *advisory* e nell'ampliamento della capacità distributiva.

All'interno dei modelli industriali delineati, oltre ai collocatori tradizionali ed agli operatori di brokeraggio troverebbero spazio due nuove tipologie di *player*: gli *advisor fee only* e gli intermediari integrati.

Gli *advisor fee only* sono operatori indipendenti costituiti da *network* professionali o da *family officer* con obiettivi di espansione sul segmento *retail*, che forniscono un servizio di consulenza finanziaria remunerato a parcella in maniera completamente distinta dall'*asset allocation* e dalle sue scelte relative all'intermediario utilizzato per la sottoscrizione.

Gli intermediari integrati sarebbero, invece, operatori che offrono, disgiuntamente dal servizio di *advisory*, il servizio di *execution*, anche in logica multicanale, permettendo al cliente di interfacciarsi con un unico operatore.

Modelli industriali a confronto: *mapping* e copertura dei servizi



“Nei nuovi modelli industriali trovano spazio due nuove tipologie di *player*: gli *advisor fee only* e gli intermediari integrati”

Ciascuno dei tre modelli presuppone una proposta di valore ed una struttura di remunerazione economica differente, di conseguenza avrebbe potenziale di mercato e livelli di penetrazione attesi differenti. La coesistenza sul mercato dei tre modelli ne potrebbe determinare la competizione, ma è ragionevole attendersi una convergenza degli operatori che, in base alle proprie leve competitive, posizioneranno i propri schemi di *offering*:

- sull’offerta di collocamento potrebbero convergere gli *incumbent*, con una forte capacità distributiva sul modello attuale;
- sull’offerta di *advisory* potrebbero convergere i *new comer* attuali (ad esempio reti distributive non *leader* con obiettivi di crescita) o potenziali (costituendo *network* di *advisor fee only*) che cercherebbero di penetrare il mercato differenziandosi e facendo leva su offerte *killer* e fidelizzanti (ad esempio *cost optimization* del portafoglio);
- sull’offerta di *execution only* potrebbero convergere operatori *low cost* (ad esempio piattaforme *online*, supermercati/*fundstore*) in coerenza con il proprio modello di servizio.

E’ altrettanto ragionevole ipotizzare che i *big player* con reti distributive e *business model* articolati possano ricercare una politica di segmentazione (anche di marchi), affiancando all’attuale modello anche gli altri modelli, con una logica ‘divisionale’/multicanale. Gli altri *incumbent* di fascia medio-bassa non potranno essere credibili se non a prezzo di forti *turn-around* e potrebbero più ragionevolmente ricercare una difesa delle loro quote di mercato con politiche di *retention* basate sul costo e/o sul servizio.

Modelli industriali a confronto: possibili dinamiche competitive

Tipo di player	Esempi	Obiettivi strategici	Leve di business attivabili	Proposta di valore	Tipo di clientela
Collocatori tradizionali	Reti <i>leader</i> e/o con premio di mercato nell’ <i>asset management</i> (penetrazione superiore alla presenza)	Difesa (mantenimento quote di mercato)	<ul style="list-style-type: none"> • Incremento servizio (es. ‘<i>advisory bundled</i>’) • Ampliamento offerta (es. <i>open architecture</i>) • Riduzioni di prezzo (es. sconti/riduzioni commissionali) 	Attuale (eventuale rafforzamento componenti di servizio)	Tutte le attuali
Broker puri	Operatori <i>online</i> con politiche commerciali <i>low cost</i>	Crescita (acquisizione quote di mercato)	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Advertising</i> (per acquisizioni clienti ‘<i>pull</i>’) • <i>Pricing</i> (commissioni di negoziazione ridotte, scalari) 	<ul style="list-style-type: none"> • Costo • <i>Info providing</i> 	Fai da te
Advisor fee only	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Network</i> professionali (reti di promotori finanziari) • <i>Family officer</i> con obiettivi di espansione su <i>retail</i> 	Crescita (acquisizione quote di mercato)	<ul style="list-style-type: none"> • Offerta ‘<i>push</i>’ di prodotti ‘<i>flag</i>’ (es. <i>cost optimization</i> di portafoglio a clienti di collocatori) • Incremento servizi di <i>advisory</i> ad alto valore (pianificazione, gestione rischio) 	<ul style="list-style-type: none"> • Competenze/ indipendenza/ assistenza • Costo (es. <i>optimization portfolio</i>) 	<i>Service seeking</i> evoluti
Intermediari integrati	Reti entranti/con bassa penetrazione nel segmento <i>asset management</i>	Crescita (acquisizione quote di mercato)	Offerta ‘ <i>à la carte</i> ’ di servizi di raccolta ordini e di <i>advisory</i> , anche con logiche multicanale (es. servizi/ <i>pricing</i> diversi sui canali fisici/virtuali)	<ul style="list-style-type: none"> • Competenze/ indipendenza/ assistenza • Costo • <i>One-stop-shop</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Tutte le attuali • <i>Service seeking</i> evoluti

La competizione ‘tra modelli’ potrebbe comportare una ridistribuzione dei ricavi e una riduzione complessiva dei margini

Nel complesso, il meccanismo competitivo innescato dalla 'concorrenza dei modelli' potrebbe nel medio periodo determinare:

- pressione sui ricavi di ciascun modello, attraverso una concorrenza di prezzo soprattutto *cross-model* (ad esempio offerte di *cost optimization* da parte degli *advisor*);
- trasferimento di quote di mercato tra operatori, tendenzialmente con sottrazioni di quote di mercato da parte degli operatori con modello aperto nei confronti di quelli con modello chiuso;
- crescita complessiva del mercato grazie alla capacità dei distributori/*advisor* di coprire bisogni ed esigenze di fasce di mercato ad oggi non intercettate o non soddisfatte e al miglioramento delle caratteristiche di prodotti maggiormente 'riconoscibili' da parte della clientela finale.

In definitiva, il mercato potrebbe assistere ad una sfida competitiva tra sistemi distributivi. Da un lato gli attuali operatori, rispondendo alla necessità di riposizionarsi sui nuovi modelli offerti, potranno segmentare adeguatamente la domanda e, per tale via, recuperare i ricavi perduti, oppure 'resistere', mantenendo il proprio modello e agire sul prezzo e sul livello di servizio. Dall'altro i nuovi operatori/nuovi modelli tenderanno a stimolare adeguatamente la domanda con lo scopo di sottrarre quote di mercato agli operatori già attivi nel settore.

“Il mercato potrebbe assistere ad una sfida competitiva tra sistemi distributivi”

I principali *driver* e gli attori delle operazioni di M&A

A cura di Roberto Alberti, KPMG Advisory

Il mercato italiano dell'*asset management* è caratterizzato già da un significativo livello di concentrazione. I primi tre *player* detengono circa il 50% di quota di *AuM* e fanno riferimento ai primi due gruppi bancari del Paese e al principale gruppo assicurativo italiano. Tuttavia, a causa delle difficoltà strutturali e congiunturali nel mantenere e incrementare le masse e del significativo *gap* dimensionale esistente tra l'Italia e il resto d'Europa, nel prossimo futuro potrebbe emergere un interesse per le operazioni di M&A nel settore.

Il risparmio gestito in Italia si contraddistingue, inoltre, per l'assoluta prevalenza degli operatori di matrice bancaria. Per contro, recentemente gli istituti di credito hanno allentato la 'presa' sul settore per le mutate politiche commerciali che, a causa delle necessità di *funding*, tendono a privilegiare forme di raccolta diretta.

Verso nuove operazioni di M&A?

I driver

Con riferimento alle società prodotte, gli obiettivi che potrebbero innescare una serie di operazioni straordinarie nel settore sono diversi:

- la necessità di recuperare efficienza e redditività, ormai in flessione da alcuni anni
- il raggiungimento delle masse 'critiche' per migliorare l'offerta
- l'aumento dell'attività di formazione e di marketing sulle reti
- la possibilità di contare su reti distributive più ampie
- il miglioramento della capacità competitiva
- l'adeguamento alle indicazioni della Banca d'Italia sulla separazione tra produzione e distribuzione.

Innanzitutto, un eventuale processo di concentrazione potrebbe favorire una maggiore efficienza della struttura operativa grazie alla realizzazione di sinergie ed economie di scala. Il recupero in termini di efficienza e redditività sta diventando, infatti, obiettivo prioritario per gli operatori del settore, soprattutto in questa fase in cui si registra un aggravio di costi dovuto agli adeguamenti regolamentari più stringenti. L'aumento delle dimensioni dovrebbe, inoltre, contrastare la flessione dei livelli commissionali, trend che si è ulteriormente acuito con la crisi finanziaria, e delle masse, consentendo agli operatori di affrontare un mercato caratterizzato da un grado di competitività crescente.

Patrimoni più consistenti favoriscono una maggiore diversificazione degli investimenti e l'ampliamento dell'offerta, grazie anche ad un'innovazione costante, per soddisfare le esigenze di una clientela sempre più attenta alla qualità dei prodotti e dei servizi, soprattutto in questa fase delicata del mercato finanziario.

Incrementare le proprie dimensioni potrebbe consentire agli operatori di supportare in maniera più efficace la rete nell'attività di formazione dei propri dipendenti, nonché favorire investimenti in marketing e informazione commerciale. Di conseguenza migliorerebbe la percezione da parte della clientela sulla qualità del servizio nel suo complesso, produzione e distribuzione.

L'integrazione tra operatori diversi, soprattutto tra quelli di matrice bancaria, può determinare, oltre ad un aumento dei volumi gestiti, un ampliamento delle reti distributive e una conseguente maggiore diversificazione del business. L'interesse per operazioni M&A è e sarà sempre più rivolto, infatti, verso quelle fabbriche-prodotto che al contempo possano offrire accessi a nuovi e differenti canali di vendita, possibilmente garantiti da rapporti di *partnership* industriale.

Il processo di consolidamento nel settore sarà indubbiamente favorito anche dall'implementazione della direttiva europea UCITS IV che porrà gli operatori di fronte ad un contesto maggiormente competitivo per effetto, tra gli altri, dell'istituzione del passaporto europeo, della possibilità di procedere a fusioni *cross border* di fondi e alla creazione di strutture *master-feeder*.

Infine, la tendenza ad ulteriori aggregazioni nel settore trova sostegno anche nell'attività di *moral suasion* di Banca d'Italia, che da tempo ormai esorta gli attori del mercato a procedere ad una maggiore distinzione tra fabbriche-prodotto e reti distributive.

“ Il recupero in termini di **efficienza e redditività** è tra gli obiettivi prioritari degli operatori ”

“ L'interesse per **operazioni M&A** sarà sempre più rivolto verso quelle **fabbriche-prodotto** che possano offrire accessi a nuovi e differenti **canali distributivi** ”

“**Protagonisti delle nuove potenziali spinte alla concentrazione potranno essere soggetti domestici di medie e grandi dimensioni**”

I possibili attori

Protagonisti di queste nuove potenziali spinte alla concentrazione potranno essere i soggetti domestici di medie e grandi dimensioni dotati di *partnership* industriali con diversi distributori e con strutture operative ben dimensionate e adeguate a supportare efficacemente lo sviluppo del business, anche mediante processi di crescita esterna.

I target ideali di questi attori sono identificabili *in primis* in tutte quelle società, appartenenti a gruppi bancari, con patrimoni in gestione di entità contenuta, e in ogni caso probabilmente non ottimali per affrontare *stand alone* l'evoluzione e la competizione di un mercato che sta diventando sempre più selettivo.

Espressione di questa nuova tendenza è sicuramente la creazione del gruppo Anima che, pur annoverando tra gli azionisti di riferimento primari operatori bancari, si propone strategicamente come piattaforma aperta, ovvero come fabbrica-prodotto per una pluralità di canali/soggetti distributivi.

Nel 2009 Banca Monte dei Paschi di Siena e Clessidra SGR hanno costituito una *joint venture* nell'*asset management*, Prima SGR, attraverso la cessione da parte di Banca Monte dei Paschi di Siena a Clessidra SGR di una quota del 67% delle società *captive* MPS Asset Management e ABN AMRO Asset Management. Nel 2010 questa *partnership* è stata estesa al gruppo Banca Popolare di Milano che ha portato 'in dote' l'accesso alla propria rete distributiva e la propria fabbrica-prodotto, anch'essa risultante dalla fusione tra la società *captive* del gruppo Banca Popolare di Milano e Anima, gestore di riferimento di Banco Desio. Nel 2011, come atto conclusivo di questo processo, le due società Anima SGR e Prima SGR sono state fuse in Anima SGR, passando sotto il controllo di AM Holding, la società partecipata dai partner, che di fatto svolge funzioni di coordinamento e indirizzo strategico.

“**I target ideali sono identificabili in tutte quelle società, appartenenti a gruppi bancari, con patrimoni in gestione di entità contenuta**”

Un altro operatore attivo nelle strategie di crescita esterna è Arca, esempio 'storico' di piattaforma aperta del risparmio gestito, costituita nel 1983 da una pluralità di banche popolari. La *mission* di Arca è stata fin dall'inizio quella di costituire una società di gestione del risparmio di riferimento per il sistema delle popolari, con la possibilità di estendere la propria attività anche ad altre tipologie di canali.

Nel 2011 Arca ha acquisito il ramo d'azienda dei fondi comuni di investimento di Optima, società di promozione appartenente al gruppo Banca Popolare dell'Emilia Romagna, sottoscrivendo, con le banche del gruppo, un accordo distributivo di validità decennale.

Questa operazione va letta alla luce della strategia di Arca, volta a rafforzare i rapporti di *partnership* con gli attuali collocatori, senza tralasciare l'accesso a nuovi canali.

Se nel 2009 in Francia Crédit Agricole e Société Générale, mediante la fusione delle proprie SGR, hanno fondato Amundi, uno dei maggiori operatori in Europa con circa 660 miliardi di Euro di masse, al momento risulta piuttosto difficile prevedere, almeno nel breve termine, operazioni M&A tra grandi operatori italiani.

Eventuali transazioni, infatti, possono risultare complesse proprio per le significative dimensioni dei soggetti coinvolti, sia per l'elevato impegno finanziario richiesto, soprattutto nella difficile fase che i mercati finanziari stanno attraversando, sia per le tematiche Antitrust, in caso di aggregazione tra soggetti nazionali.

La normativa fiscale nazionale ed estera:

rischi ed opportunità

A cura di Michele Rinaldi e Laura Colombini, KStudio Associato

Per l'industria italiana del risparmio gestito il 2012 si è aperto all'insegna di un quadro normativo profondamente rinnovato, soprattutto per quanto attiene al regime fiscale degli strumenti per la gestione collettiva di patrimoni mobiliari.

Lo scorso anno, infatti, il settore è stato interessato da una serie di interventi legislativi in materia di tassazione dei fondi comuni di investimento, di cui il più importante si concretizza nel passaggio della tassazione dei fondi italiani 'dal maturato al realizzato'.

Il decreto legge 29 dicembre 2010, n. 225, convertito con modificazioni dalla legge 26 febbraio 2011, n. 10, a decorrere dal 1° luglio 2011, ha abrogato l'imposta sostitutiva del 12,5% sul risultato maturato annualmente dalla gestione dei fondi ed ha contestualmente introdotto la tassazione in capo agli investitori dei proventi derivanti dalla partecipazione ai fondi, mediante applicazione di ritenute alla fonte e imposte sostitutive.

Il prelievo nei confronti degli organismi d'investimento in parola è rimasto circoscritto a ben delimitate tipologie di strumenti finanziari.

Queste novità sono state accolte con ampio favore dalle società di gestione in quanto rispondono ad istanze di competitività del settore che le associazioni di categoria manifestavano da tempo.

Infatti, l'industria italiana dei fondi ha sofferto a lungo di uno svantaggio concorrenziale rispetto a quella degli altri paesi europei in ragione (anche) del fatto che, mentre nella stragrande maggioranza degli stati dell'Unione Europea i fondi di investimento non scontano alcuna imposizione, fino a luglio dello scorso anno l'imposta gravante sul risultato di gestione penalizzava gli OICR italiani, sia sotto un profilo commerciale, obbligandoli ad esporre nei prospetti informativi i rendimenti del fondo al netto delle imposte, sia dal punto di vista finanziario, in quanto la tassazione sul maturato comportava un'anticipazione di imposte all'erario.

Ma non è tutto. L'armonizzazione del regime fiscale dei fondi comuni italiani con quelli degli altri stati europei ha creato le condizioni perché il recepimento in Italia della Direttiva UCITS IV, che riforma la normativa comunitaria in tema di OICVM, non si traducesse in un incentivo per le SGR italiane a trasferire la propria operatività verso i mercati esteri.

“ Il passaggio della tassazione dei fondi italiani ‘dal maturato al realizzato’ risponde ad istanze di competitività che le associazioni di categoria manifestavano da tempo ”

Tale Direttiva, come noto, in ottica di sviluppo del mercato comunitario, grazie anche ad una riduzione dei costi, ha introdotto la regolamentazione del passaporto del gestore che, nel rispetto di determinate condizioni, consente ai fondi comuni autorizzati in uno stato membro di essere gestiti da una SGR insediata in un altro stato membro e da questo autorizzata.

Non può tuttavia tacersi che i benefici descritti sono stati temporaneamente dilazionati a causa dell'inefficienza del legislatore italiano. Infatti, il decreto legislativo di attuazione della Direttiva UCITS IV è stato approvato dal Consiglio dei Ministri solo agli inizi di aprile 2012, quando il termine di attuazione era fissato per il 30 giugno 2011. Negli ultimi mesi le SGR italiane sono state quindi penalizzate rispetto ai *competitor* europei, in quanto la possibilità di assumere il ruolo di gestori di OICVM esteri era caratterizzata da una serie di incertezze e difficoltà operative dovute alla mancanza della normativa secondaria a cui non si poteva integralmente ovviare con un'applicazione diretta delle disposizioni 'self-executing' della Direttiva.

Tornando a tematiche più prettamente fiscali di rilevanza per il settore del risparmio gestito, è certamente opportuno ricordare che il 1° gennaio 2012 è entrata in vigore la normativa di unificazione dell'aliquota di tassazione dei redditi di natura finanziaria, e cioè dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria.

Ad un sistema basato su tre differenti aliquote (12,5%, 20%, 27%) concepito in ragione della tipologia di strumento finanziario, della natura del reddito o della scadenza del titolo, si è passati ad un'aliquota unica, intermedia fra quelle esistenti, pari al 20%, con l'intento dichiarato di semplificare e razionalizzare il regime impositivo dei redditi finanziari.

Peraltro, al fine di salvaguardare interessi generali di natura pubblica e specifici interessi ritenuti meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento, il legislatore ha previsto una deroga all'applicazione dell'aliquota del 20% per i redditi derivanti da titoli pubblici italiani ed equiparati, nonché da obbligazioni emesse dagli stati esteri che consentono un adeguato scambio di informazioni (i cosiddetti paesi *white list*), che rimangono soggetti alla minore aliquota del 12,5%. Analoga deroga è prevista per i titoli di risparmio per l'economia meridionale, per i quali continua ad applicarsi la minore aliquota del 5%, per i piani di risparmio a lungo termine, che saranno appositamente istituiti, e per le forme di previdenza complementare, il cui risultato di gestione rimane soggetto a tassazione con aliquota dell'11%.

Il riordino della tassazione dei redditi finanziari, brevemente descritto, ha avuto impatti positivi sugli OICVM italiani, sia in termini di riduzione del carico fiscale, sia in termini commerciali. Dal punto di vista della riduzione del carico fiscale l'unificazione dell'aliquota ha limitato i prelievi alla fonte sui redditi di capitale percepiti dagli OICVM essenzialmente ai proventi dei titoli atipici e agli interessi su obbligazioni diverse da quelle emesse dai cosiddetti 'grandi emittenti'. Per quanto riguarda, invece, gli aspetti commerciali la tassazione in misura ridotta del 12,5% è stata assicurata dal legislatore anche in caso di investimento indiretto, tramite OICVM, nei titoli pubblici italiani ed equiparati e obbligazioni emesse da stati *white list*.

Lo stesso non può dirsi, però, sotto il profilo operativo dato che, in caso di investimento indiretto tramite OICVM in titoli 'agevolati', la minore tassazione del 12,5% presuppone l'adozione da parte delle SGR italiane di un complesso sistema di monitoraggio periodico degli investimenti ai fini dello scomputo della quota dei proventi riferibili a detti titoli.

A questo riguardo le difficoltà operative che le SGR hanno dovuto fronteggiare in vista dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni sono state acuite dal fatto che le SGR, con l'ausilio e la mediazione dell'associazione di categoria, hanno dovuto, al fine di rispettare le tempistiche imposte dal legislatore, elaborare un sistema di *reporting* periodico della composizione degli attivi dei fondi in assenza dei previsti provvedimenti attuativi. Infatti, i decreti ministeriali che stabiliscono le modalità di determinazione della quota di proventi derivanti dalla partecipazione ad OICVM che si considerano riferibili a titoli pubblici italiani ed esteri sono stati emanati solo il 13 dicembre 2011, a ridosso della data di decorrenza del nuovo regime.

Purtroppo, negli ultimi tempi questo *modus operandi* del legislatore fiscale, con conseguenti ricadute negative sugli intermediari finanziari in termini di complessità operative, criticità interpretative, maggiori costi e rischi anche commerciali, non è infrequente.

Si pensi solo a quanto accaduto con l'introduzione ad opera del decreto legge n. 201 del 2011 della nuova imposta di bollo sulle attività finanziarie che sono state oggetto di emersione con lo 'scudo fiscale'. L'articolo 19 del menzionato decreto, nella sua formulazione originaria, prevedeva, relativamente al 2011, l'obbligo di versamento della nuova imposta entro il 16 febbraio 2012 e demandava ad uno o più provvedimenti la definizione delle disposizioni attuative. L'Agenzia delle Entrate, dopo aver informalmente comunicato agli operatori del settore finanziario la ragionevole concessione di una proroga stante i numerosi dubbi interpretativi che caratterizzano la nuova imposta, il 14 febbraio 2012, un giorno prima della scadenza, emanava il provvedimento attuativo gettando gli intermediari nel panico. Resosi conto degli effetti negativi che si sarebbero verificati, il Ministero delle Finanze, con un comunicato stampa emesso *in extremis*, sospendeva il pagamento, annunciando la proroga del versamento a data da definirsi. La scadenza del versamento è stata successivamente fissata al 16 maggio 2012 ed in seguito prorogata nuovamente al 16 luglio 2012.

“ Il riordino della tassazione dei redditi finanziari ha avuto impatti positivi sugli OICVM italiani, sia in termini di riduzione del carico fiscale, sia in termini commerciali, ma non sotto il profilo operativo ”

Come se non bastasse la cospicua produzione normativa nazionale, il mondo del risparmio gestito sarà nel breve periodo influenzato in maniera invasiva anche da una legislazione di origine statunitense, FATCA (*Foreign Account Tax Compliance Act*).

Questa legislazione è stata introdotta dal Congresso degli Stati Uniti nel marzo del 2010 per consentire all'amministrazione finanziaria (l'IRS, *Internal Revenue Service*) di conoscere l'identità dei cittadini statunitensi che investono all'estero o intrattengono rapporti con intermediari finanziari e banche estere al fine di contrastare i fenomeni di evasione fiscale realizzati tramite l'utilizzo di investimenti *off shore*.

In pratica, per effetto di questo provvedimento normativo, a partire dal 1° gennaio 2014 è prevista l'applicazione di una nuova ritenuta alla fonte del 30% su tutti i pagamenti provenienti dagli Stati Uniti che rientrano nel campo di applicazione della normativa FATCA (*withholdable payment*) effettuati nei confronti degli intermediari non residenti negli Stati Uniti, nell'ambito dei quali rientrano anche le SGR italiane.

Per evitare l'applicazione della ritenuta del 30% le SGR dovranno stipulare con l'IRS entro il 1° luglio 2013 un accordo noto come *Information Reporting Agreement* e diventare *Participating Foreign Financial Institution* (PFFI).

Tale accordo prevede l'impegno da parte degli intermediari a: i) implementare *policy* e procedure finalizzate alla corretta individuazione e classificazione della clientela; ii) segnalare annualmente all'IRS i dati anagrafici, il valore degli *asset* di fine periodo e i movimenti effettuati dalle *US person* e dalle *US Owned Foreign Entity*; iii) effettuare, direttamente o tramite *withholding agent*, ritenute sui flussi verso clienti *recalcitrant* e *Foreign Financial Institution* (FFI) non aderenti.

Sono evidenti gli impatti che questa normativa produce sul settore dell'*asset management* a causa soprattutto della molteplicità di attori coinvolti nella catena del valore (SGR, banche depositarie, distributori, clienti, istituti di credito, *broker* ecc.).

Le SGR nell'aderire all'accordo con l'IRS dovranno tenere conto della natura dei prodotti e degli *asset* sottostanti ai singoli OICR (informazione tutt'altro che semplice da reperire, soprattutto in caso di strutture complesse, come ad esempio i fondi di fondi, le strutture *master-feeder*, le gestioni in delega, ecc.).

Peraltro, particolare attenzione dovrà essere prestata all'introduzione di procedure di carattere informatico ed organizzativo che garantiscano profondità e accuratezza delle informazioni sui clienti, addivenendo così ad una *compliance* piena con la normativa FATCA, in modo da evitare rischi di applicazione di ritenute che andrebbero a penalizzare eccessivamente gli investimenti in *asset* statunitensi e potenzialmente pregiudicare il rapporto di fidelizzazione con la clientela.

“ Per evitare l'applicazione della ritenuta del 30%, richiesta dall'applicazione della normativa FATCA sui *withholdable payment*, le SGR dovranno stipulare con l'IRS l'*Information Reporting Agreement* ”

Il *Wealth Risk Management*:

il controllo del rischio e la tutela dell'investitore

A cura di Francesco Cerri, KPMG Advisory

Contesto di riferimento

L'industria del risparmio gestito è ormai da tempo caratterizzata da deflussi di risorse. Le difficoltà del settore sono da ricondursi a molteplici fattori, quali l'acuirsi della crisi dei mercati, l'assetto dell'industria imperniato sull'integrazione verticale tra produzione e distribuzione, la scarsa educazione finanziaria dei risparmiatori e la perdita di fiducia nei confronti degli operatori del settore. Con riferimento alla distribuzione, la criticità consiste principalmente nel ruolo dominante delle reti bancarie ed assicurative e nella subordinazione della distribuzione dei prodotti del risparmio gestito alle loro politiche commerciali.

In Italia, le caratteristiche dell'industria del risparmio gestito hanno ridotto negli anni gli incentivi per le società di gestione del risparmio ad innovare e a migliorare i prodotti e a realizzare sistemi amministrativi e di gestione del rischio di tipo avanzato. La distribuzione ha, inoltre, privilegiato prodotti a trasparenza limitata, caratterizzati da un minore impegno di gestione post-vendita nelle relazioni con i clienti.

Tuttavia, gli investitori, attratti nei periodi di crisi da prodotti più semplici, a basso rischio o a capitale garantito, iniziano nuovamente a pretendere un rendimento minimo dagli investimenti, pur nel rispetto della loro diminuita propensione al rischio ed accresciuta necessità di *disclosure*. Il futuro del risparmio gestito, pertanto, passa attraverso un recupero della fiducia degli investitori ed una riproposizione del settore mediante l'offerta di servizi di consulenza *ad hoc* e l'incremento della trasparenza delle comunicazioni.

L'evoluzione dei processi di consulenza

Già da alcuni anni si sta assistendo ad un'evoluzione dei processi di consulenza con una progressiva migrazione degli operatori dalla consulenza base, prevista per *compliance* normativa, ad una consulenza evoluta, finalizzata all'ottimizzazione e personalizzazione degli investimenti del cliente, al recupero di redditività ed alla valorizzazione dell'intero patrimonio del cliente tenendo sotto controllo tutti gli aspetti del rischio. Le prospettive di crescita connesse alla consulenza a pagamento sono sicuramente valide, purché il risparmiatore acquisti fiducia nel prestatore del servizio e soprattutto attribuisca un valore al servizio che paga.

L'obiettivo è soddisfare le esigenze della clientela alla luce delle disposizioni regolamentari (UCITS, MiFID) che impongono il dovere di agire nel miglior interesse del cliente. Questo implica da un lato trasparenza e dall'altro un elevato livello di attenzione nella selezione e nel monitoraggio *on going* degli investimenti della clientela, anche attraverso un adeguato supporto delle funzioni di *risk management* per assicurare che i rischi potenziali degli investitori siano appropriatamente identificati, gestiti e supervisionati.

Il miglioramento dell'offerta dei servizi di consulenza alla clientela richiede, pertanto:

- rafforzamento dei processi commerciali
- misurazione continuativa della rischiosità e dei profili di rischio/rendimento dei prodotti/portafogli
- adeguamento dei processi di controllo
- monitoraggio continuativo dell'aderenza del profilo di rischio dei portafogli alle caratteristiche e agli obiettivi d'investimento della clientela
- valutazione dell'adeguatezza dei sistemi informativi interni e dei processi di *reporting*.

“Perché i servizi di consulenza abbiano successo occorre che i risparmiatori acquistino fiducia e attribuiscono un valore al servizio”

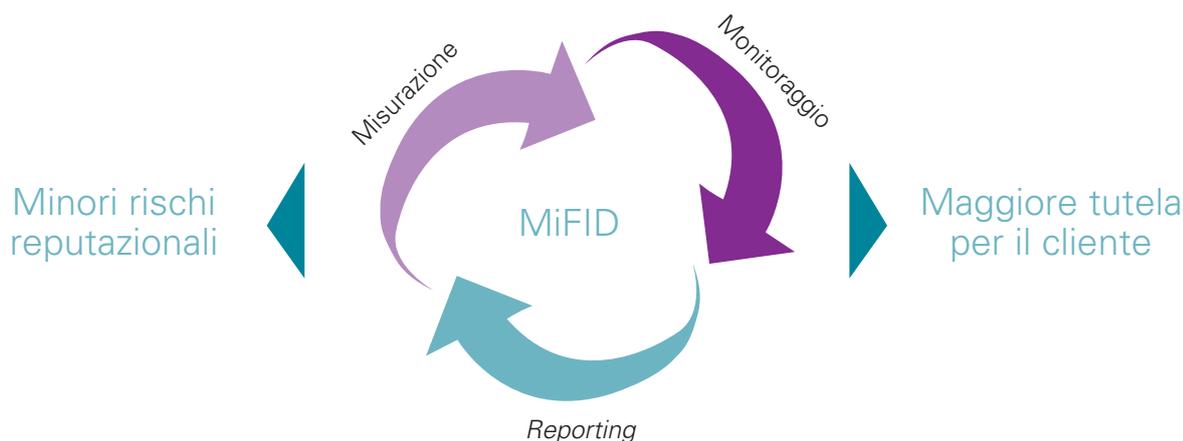
“La prevenzione dei rischi reputazionali va perseguita attraverso un *framework* di *wealth risk management*”

L'implementazione di una soluzione di consulenza evoluta presuppone, quindi, la definizione di un modello operativo complesso. Quest'evoluzione vede un ruolo predominante non solo delle funzioni commerciali, ma anche di quelle di controllo, sia per quel che concerne il mero rispetto della *compliance* normativa e della tutela dell'investitore, sia per altri aspetti connessi al controllo del rischio in senso lato. Il tutto finalizzato a garantire un migliore servizio alla clientela, prevenire gli impatti di rischio reputazionale e contribuire ai processi di *budgeting* dei servizi di investimento in ottica MiFID. Un'operatività in servizi d'investimento non veicolata da logiche di controllo e contenimento del rischio, ma trainata solo da obiettivi commerciali di *budget*, infatti, potrebbe esporre l'operatore a notevoli rischi reputazionali, la cui prevenzione va invece perseguita attraverso un adeguato *framework* di *wealth risk management*.



Il Wealth Risk Management

Il *Wealth Risk Management* è il complesso delle attività di misurazione, monitoraggio, controllo e *reporting* dei rischi e dei rendimenti inerenti ai servizi di investimento offerti alla clientela, nonché di presidio delle logiche alla base delle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza dei prodotti e dei portafogli dei clienti. In tal senso si configura come unità di controllo di secondo livello sui rischi connessi all'operatività di servizi d'investimento alla clientela.



Un *wealth risk management* attivo è elemento essenziale nella strategia di preservazione del patrimonio del cliente e di incremento del rendimento, in quanto la valutazione critica del rischio degli investimenti consente al *wealth risk manager* di lavorare a supporto della rete commerciale per valutare la coerenza degli investimenti rispetto al *risk appetite* della clientela.

La stessa previsione nell'organigramma aziendale di un'unità con responsabilità in ambito di *wealth risk management* risponde alla necessità di garantire adeguate cautele sul piano organizzativo e procedurale a presidio dell'integrità del processo di verifica dell'adeguatezza e appropriatezza, nonché di misurazione del profilo rischio-rendimento dei prodotti/portafogli.

La costituzione di un *framework* di *wealth risk management* comporta pertanto adeguamenti a livello metodologico, organizzativo e IT.

Il *wealth risk manager* è chiamato innanzitutto a definire i criteri e le metriche per la:

- misurazione dei rischi: i modelli utilizzati presentano livelli di complessità differenti, variando da quelli di volatilità storica a quelli più complessi che prevedono analisi VaR, modelli di *stress testing* e *back testing*, analisi di scenario;
- determinazione delle performance dei prodotti e portafogli detenuti dalla clientela: le più note misure di performance (*Time Weighted*, *Money Weighted*, *performance attribution*, ecc.) sono affiancate dagli indicatori di rischio-rendimento, valutabili non solo in maniera storica ma anche prospettica attraverso analisi di scenario;

“ La valutazione critica del rischio degli investimenti consente al *wealth risk manager* di lavorare a supporto della rete commerciale ”

- valutazione di adeguatezza dei prodotti e portafogli detenuti dalla clientela: i criteri per l'assegnazione del profilo di rischio ai prodotti e alla clientela e la definizione delle combinazioni compatibili tra gli stessi.

Dal punto di vista organizzativo sarebbe opportuno prevedere:

- un'unità specifica o almeno un presidio di *wealth risk management*;
- una responsabilità in sede di Comitato Rischi, in termini di valutazione dei trend di rischio e di adeguatezza degli investimenti e di formulazione delle strategie idonee a limitare il rischio degli investimenti non coerenti con la *risk tolerance* della clientela;
- processi di misurazione, monitoraggio e reporting sia direzionale che operativo;
- un adeguamento dei processi commerciali, affinché siano implementate le strategie di rischio formulate in sede di Comitato.

Lo svolgimento delle attività suddette comporta inevitabilmente impatti IT, soprattutto in termini di *software* da utilizzare (più simili a quelli di *risk management* che commerciali), disponibilità di un presidio accentrato di dati inerenti alle anagrafiche di prodotto e alle posizioni della clientela e la definizione di adeguati processi di *data quality*.

A fronte di investimenti in metodologie, processi e sistemi IT, un *framework* di *wealth risk management* comporterà una serie di benefici, tra cui:

- la maggiore attenzione al *customer care*, con l'obiettivo di contenere i rischi della clientela, ridurre il numero dei reclami e prevenire il rischio reputazionale;
- la gestione proattiva del rischio operativo;
- la definizione di una *value proposition* consistente nell'erogazione di prestazioni consulenziali personalizzate e l'identificazione dei veri bisogni dei clienti;
- il rafforzamento della *governance* attraverso l'instaurazione di adeguati processi di monitoraggio, *reporting* e informativa *on demand*;
- il supporto al processo di *budgeting* MiFID *compliant* dei servizi di investimento, con una definizione di un *product mix* che sia coerente non solo con gli scenari macroeconomici, ma anche con le caratteristiche dei clienti in termini di *risk tolerance*, obiettivi d'investimento e cultura/ predisposizione finanziaria.

“Un *framework* di *wealth risk management* porterà benefici in termini di *customer care*, gestione proattiva del rischio operativo e reputazionale e rafforzamento della *governance*”



Regolamentazione e impatti sull'industria e sui risparmiatori

Intervista a Giles Williams, Responsabile del Centro di Eccellenza KPMG sulla Regolamentazione per l'area Europe, Middle-East & Africa

La globalizzazione dei mercati finanziari, da un lato, e successivamente la crisi finanziaria, che ha investito in diversa misura le differenti aree geografiche, hanno determinato una serie di ondate regolamentari e la creazione di istituzioni di vigilanza *cross border* che rispondono alla necessità di una *global governance*. In alcuni casi si è parlato di rischio di *over-regulation*, di *mismatch* nei tempi di implementazione dei diversi corpi normativi, di una regolamentazione che ha di fatto guidato il cambiamento dei modelli di business degli intermediari finanziari.

Ma che effetti provocheranno alcune direttive europee (MiFID II) e statunitensi (FATCA e *Volcker Rule*) sul settore del risparmio gestito? Ne abbiamo parlato con Giles Williams, Partner Financial Services, Responsabile del Centro di Eccellenza KPMG sulla Regolamentazione per l'area EMA (Europe, Middle-East & Africa).

MiFID II, che dovrebbe entrare in vigore entro il 2015, nel migliorare alcuni aspetti critici della precedente versione tende a rafforzare soprattutto la trasparenza dei mercati e ad aumentare la protezione degli investitori. Quali impatti potrebbe apportare l'implementazione della revisione della Direttiva in termini distributivi?

MiFID II imporrà standard più rigorosi per la prestazione dei servizi d'investimento alla clientela.

Gli effetti, però, potrebbero essere molto diversi nei vari paesi europei.

Innanzitutto perché la direttiva agisce su due ambiti: la protezione dell'investitore (la corretta segmentazione e classificazione della clientela, la *disclosure*, la consulenza indipendente) e la struttura dei mercati (la trasparenza nelle negoziazioni degli strumenti finanziari).

In secondo luogo, la difficoltà di ipotizzare i possibili impatti della Direttiva dipende anche dai modelli distributivi attualmente adottati dai diversi paesi dell'Unione Europea. Si va da sistemi bancocentrici, come la Germania e l'Italia, a quelli in cui è già diffusa e affermata la figura dei *financial advisor* e altri *provider* di servizi finanziari. Le attuali differenze sono frutto non solo della struttura dei mercati e della regolamentazione preesistenti, ma anche del *background* culturale del cliente, vale a dire le sue abitudini e la sua educazione finanziaria.

Tuttavia una cosa è certa, MiFID II, introducendo una serie di regole più stringenti in merito alla *disclosure* sui servizi di gestione del portafoglio e di consulenza, determinerà, a livello europeo, un innalzamento dei costi operativi che quasi inevitabilmente si ribalteranno sul costo di gestione del prodotto e su quello della distribuzione. La conseguenza sarà che i prodotti più semplici e standardizzati avranno costi di gestione inferiori e minori costi di distribuzione perché verranno offerti tramite i canali diretti, 'leggeri', come ad esempio internet e telefono, mentre i prodotti più sofisticati, a cui spesso viene associato un servizio di *advisory*, risulteranno sicuramente più cari per la clientela finale.

È probabile, dunque, che il *pricing* generi un disequilibrio per i clienti per i quali la leva del costo potrebbe diventare, erroneamente, il principale *driver* nella scelta del prodotto d'investimento.

In questa fase si ha la sensazione che esista un'asimmetria tra bisogni della domanda e tipologia di offerta. Come si dovrebbe ricomporre questo gap?

Le scelte dei risparmiatori dovrebbero essere orientate da un'adeguata pianificazione finanziaria sulla base del proprio *holding period*, profilo di rischio/rendimento, esigenze finanziarie, ecc. In questo modello diventa sempre più importante il ruolo dell'*advisor*, il cui servizio di consulenza sarà prezzato in maniera distinta dai prodotti di investimento, e questo presuppone da parte della clientela la disponibilità a riconoscere il valore aggiunto del servizio.

In sintesi, per i risparmiatori *retail* la scelta allocativa più efficiente non può essere sempre quella di orientarsi verso i prodotti più semplici e meno costosi soprattutto in uno scenario di allungamento della vita media e di progressiva riduzione del *welfare state*, anche in Italia. Occorre, invece, studiare soluzioni d'investimento che non solo proteggano il valore del capitale, anche rispetto all'inflazione, ma che garantiscano un rendimento soddisfacente. Sembra che la clientela non abbia ancora compreso che d'ora in avanti sarà sempre più necessario poter contare su delle rendite finanziarie, in particolare pensare a delle forme di pensioni integrative, per incrementare il patrimonio finanziario. Invece, la maggioranza dei piccoli risparmiatori continua ad investire in fondi monetari o in conti deposito, perché, soprattutto in Italia con la predominanza del canale bancario anche nella distribuzione dei prodotti d'investimento, la tendenza della clientela è quella di ricorrere a forme d'impiego della liquidità semplici e percepite come sicure perché offerte dagli istituti di credito. Per una svolta nel settore dell'*asset management* si dovrebbe partire proprio da questo: la disintermediazione del risparmiatore dal canale bancario per le scelte di investimento.

“Occorre studiare soluzioni d'investimento che non solo proteggano il valore del capitale, ma che garantiscano un rendimento soddisfacente”

“Una maggiore richiesta dei servizi di *advisory fee based* potrebbe rappresentare anche la molla per imprimere un nuovo impulso al settore ”

MiFID II introduce il concetto di servizi di *advisory fee based*. La clientela è davvero pronta per questa nuova tipologia di servizio offerta dagli intermediari?

Le ricerche condotte in Europa sulla clientela dei servizi finanziari dimostrano che il target con un'età media pari o superiore ai 50 anni è disposto a pagare una *fee* per la consulenza *ad hoc* come componente di servizio distinta dall'acquisto del prodotto d'investimento. Una maggiore richiesta dei servizi di *advisory fee based*, che implica necessariamente anche una nuova configurazione dell'attuale modello distributivo e dell'arena competitiva, potrebbe rappresentare anche la molla per imprimere un nuovo impulso al settore dell'*asset management* in Italia.

Diverso è il discorso per le generazioni più giovani che sono abituate a cercare le informazioni su internet perché meno disposte a riconoscere una commissione per il solo servizio di *advisory*. Anche queste differenze di percezione nel valore aggiunto e, conseguentemente, nella domanda dei servizi di consulenza *ad hoc* potrebbero generare ulteriori disequilibri che andrebbero evitati attraverso un'azione combinata dei *regulator* e degli operatori del mercato per contrastare effetti distorsivi sulle scelte dei risparmiatori.

Negli Stati Uniti sta per entrare in vigore la *Volcker Rule*, che limita l'attività d'investimento speculativa in conto proprio da parte delle banche, ma l'EFAMA, l'associazione di categoria del settore del risparmio gestito a livello europeo, si è opposta all'introduzione di questa legge nell'Unione Europea perché ritiene possa creare disparità di trattamento tra i fondi statunitensi e quelli europei. È così?

Effettivamente la formulazione dei regolamenti attuativi della *Volcker Rule* proposti dalle autorità statunitensi prevede una classificazione e conseguente trattamento degli organismi di investimento europei (UCITS IV) differente rispetto a quella dei fondi comuni regolamentati gestiti da *investment company* statunitensi. I fondi comuni europei sarebbero, infatti, classificati come *covered fund*, parimenti agli *hedge fund* e ai *private equity* e, conseguentemente, gli stessi non potrebbero, per esempio, esser oggetto di investimento e commercializzazione da parte delle banche. Molto probabilmente è solo un'involontaria conseguenza del tentativo delle autorità statunitensi di prevenire il rischio che le banche eludano la *Volcker Rule* delocalizzando *hedge fund* fuori dagli Stati Uniti.

Come potrebbe cambiare l'attività di gestione dell'industria europea dei fondi a seguito dell'introduzione di FATCA, un altro importante corpo normativo statunitense recentemente approvato, che dovrebbe contrastare l'evasione fiscale *off shore* da parte dei cittadini?

È possibile che per effetto dell'introduzione di FATCA alcune società, SGR, banche e assicurazioni europee smettano di operare per conto della clientela statunitense residente al di fuori dagli Stati Uniti. Tuttavia la bozza del regolamento attuativo di FATCA e la dichiarazione congiunta che configura un futuro approccio intergovernativo tra Stati Uniti, Francia, Regno Unito, Italia, Spagna e Germania, ritengo comporterà delle semplificazioni nell'applicazione pratica della normativa e, dunque, delle riduzioni dei costi per gli intermediari europei.

“I governi dovranno fare notevoli sforzi per aumentare il grado di consapevolezza della clientela dei servizi finanziari ”

Per approfondire i temi della pubblicazione:

Advisory

Corrado Avesani

Partner
cavesani@kpmg.it

Giulia Caja

Partner
gcaja@kpmg.it

Giuseppe D'Antona

Partner
gdantona@kpmg.it

Danila De Pascale

Partner
ddepascale@kpmg.it

Fabiano Gobbo

Partner
fgobbo@kpmg.it

Giuseppe Latorre

Partner
glatorre@kpmg.it

Giuseppe Niolu

Partner
gniolu@kpmg.it

Roberto Alberti

Associate Partner
ralberti@kpmg.it

Francesco Cerri

Associate Partner
fcerri@kpmg.it

Giuliano Cicioni

Associate Partner
gcicioni@kpmg.it

Silvano Lenoci

Associate Partner
slenoci@kpmg.it

Pietro Stovigliano

Associate Partner
pstovigliano@kpmg.it

Audit

Luca Beltramme

Partner
lbeltramme@kpmg.it

Paolo Valsecchi

Partner
pvalsecchi@kpmg.it

Tax & Legal

Michele Rinaldi

Partner
mrinaldi@kstudioassociato.it

kpmg.com/it

Le informazioni contenute in questo documento sono tratte da una survey realizzata interpellando un campione di operatori del risparmio gestito attivi in Italia. Tutte le informazioni qui fornite sono di carattere generale e non intendono prendere in considerazione fatti riguardanti persone o entità particolari. Nonostante tutti i nostri sforzi, non siamo in grado di garantire che le informazioni qui fornite siano precise ed accurate al momento in cui vengono ricevute o che continueranno ad esserlo anche in futuro. KPMG Advisory S.p.A. non attesta né garantisce in nessun modo l'accuratezza, la completezza e la correttezza delle informazioni ivi contenute. Questo documento non rappresenta un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto di alcun servizio, né vuole fornire alcun suggerimento o raccomandazione operativa o in termini di investimento. KPMG Advisory S.p.A. non si assume alcuna responsabilità per la perdita o i danni che potrebbero derivare dall'uso improprio di questo volume o delle informazioni ivi contenute.

© 2012 KPMG Advisory S.p.A. è una società per azioni di diritto italiano e fa parte del network KPMG di entità indipendenti affiliate a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), entità di diritto svizzero. Tutti i diritti riservati.

Denominazione e logo KPMG e "cutting through complexity" sono marchi e segni distintivi di KPMG International.

Stampato in Italia: maggio 2012

