

Comitato Tecnico per la Piazza Finanziaria Italiana

**Gruppo di lavoro sull'industria italiana
dell'Asset Management**

Interim report

Giugno 2007

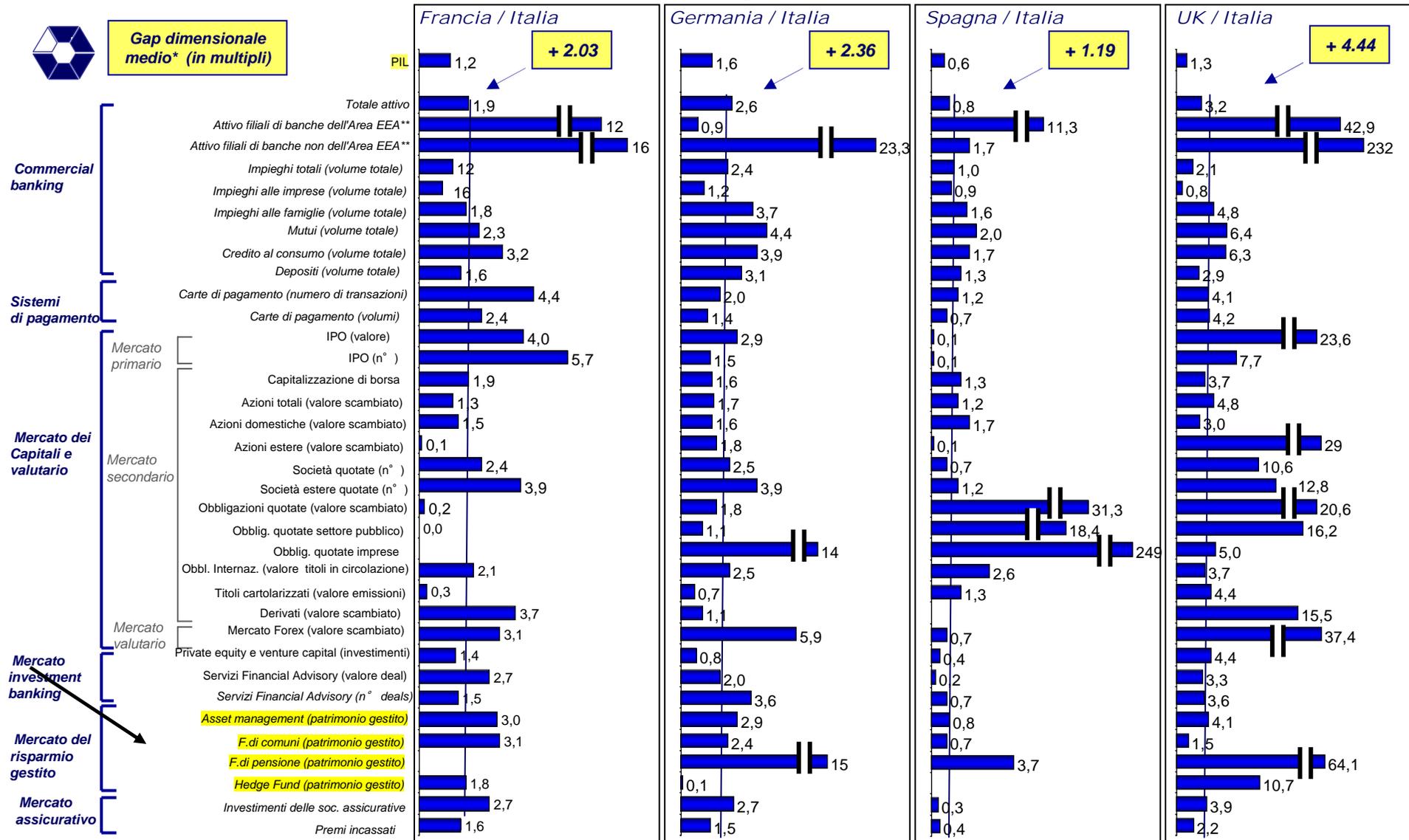
Le ragioni del focus sull'industria italiana dell'Asset Management:

- Negli ultimi anni l'industria italiana dell'Asset Management sta attraversando un periodo di forti difficoltà chiaramente desumibili, tra l'altro, dai dati sui flussi netti di sottoscrizioni di fondi aperti, da quelli sul peso dei fondi istituiti dagli operatori italiani su piazze europee più competitive, e da quelli che dimostrano la persistente modestia del patrimonio degli investitori istituzionali per eccellenza (fondi pensione);
- Tale situazione costituisce una seria minaccia al mantenimento sulla piazza italiana di una componente fondamentale e ad alto valore aggiunto di un moderno mercato dei capitali;

Le ragioni del focus sull'industria italiana dell'Asset Management:

- Il Comitato Tecnico per la Piazza Finanziaria Italiana è stato incaricato di svolgere un'analisi dell'industria dell'Asset Management da svolgersi sulla base di adeguate misure quantitative e di opportuni raffronti con le piazze finanziarie di altri paesi;
- Il Comitato Tecnico è stato altresì invitato a formulare proposte di interventi normativi o di raccomandazioni all'industria aventi l'obiettivo di rimuovere gli ostacoli ad un recupero di competitività dell'industria italiana dell'Asset Management.

CONFRONTO TRA LA DIMENSIONE DELLE PIAZZE FINANZIARIE ESTERE E QUELLA ITALIANA (i dati esprimono in termini di multipli, per ciascuna delle voci considerate, la dimensione del mercato estero rispetto all'Italia)



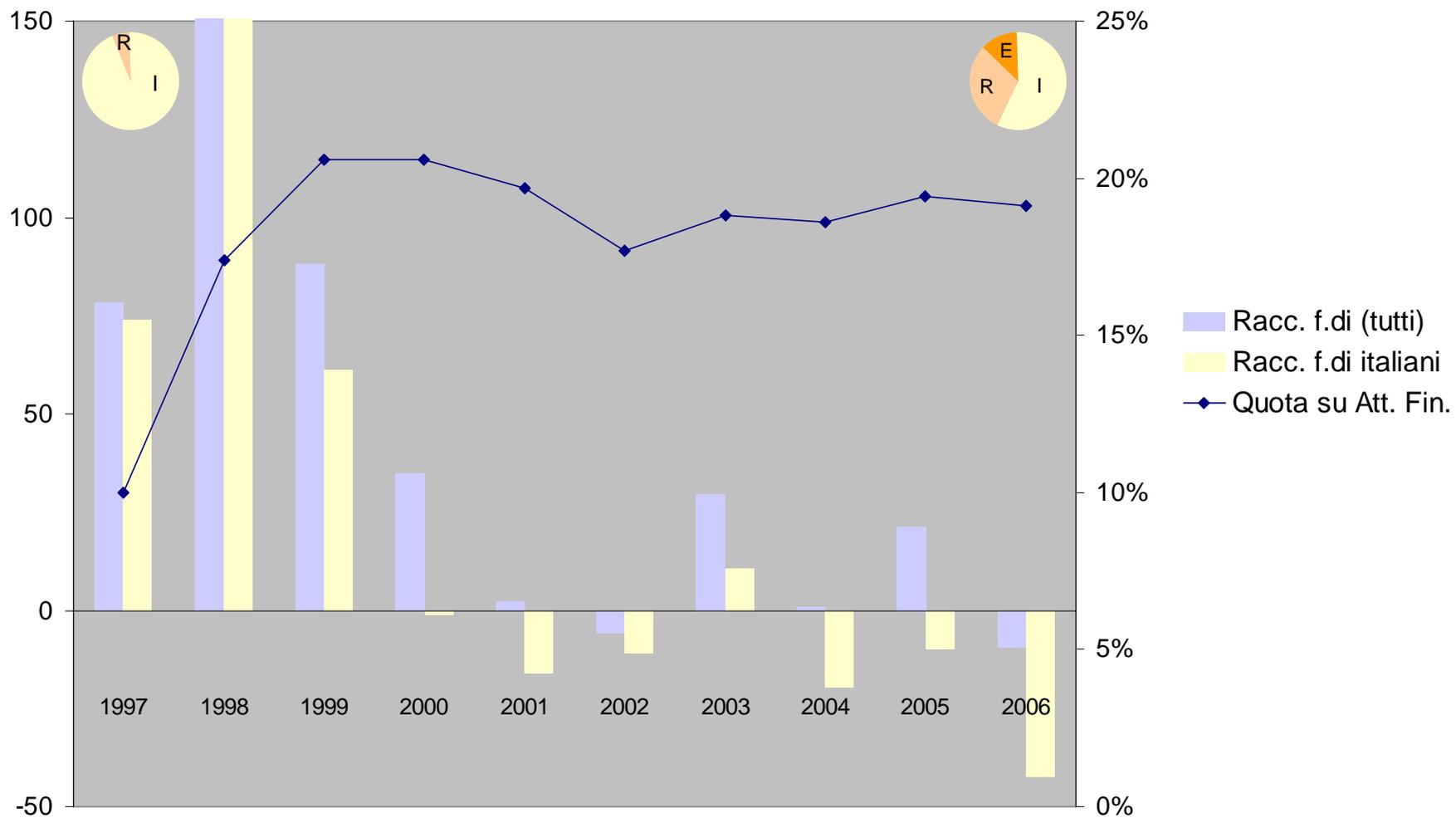
L'industria dell'Asset Management in un contesto europeo:

- L'analisi di benchmarking con altri importanti paesi europei mostra un generale gap dell'industria nazionale dell'Asset Management;
- Si evidenzia in particolare un livello di sviluppo della fondamentale classe di investitori istituzionali rappresentata dai fondi pensione assolutamente inadeguato;
- I fondi comuni, con riferimento ai quali il gap risulta essere meno marcato, svolgono un ruolo di "supplenza", non sufficiente, tuttavia, a garantire un adeguato grado di sviluppo dell'industria nel suo complesso.

Fondi aperti

Raccolta (sx) e quota su attività finanziarie (dx)

(EurBn)



I fondi aperti:

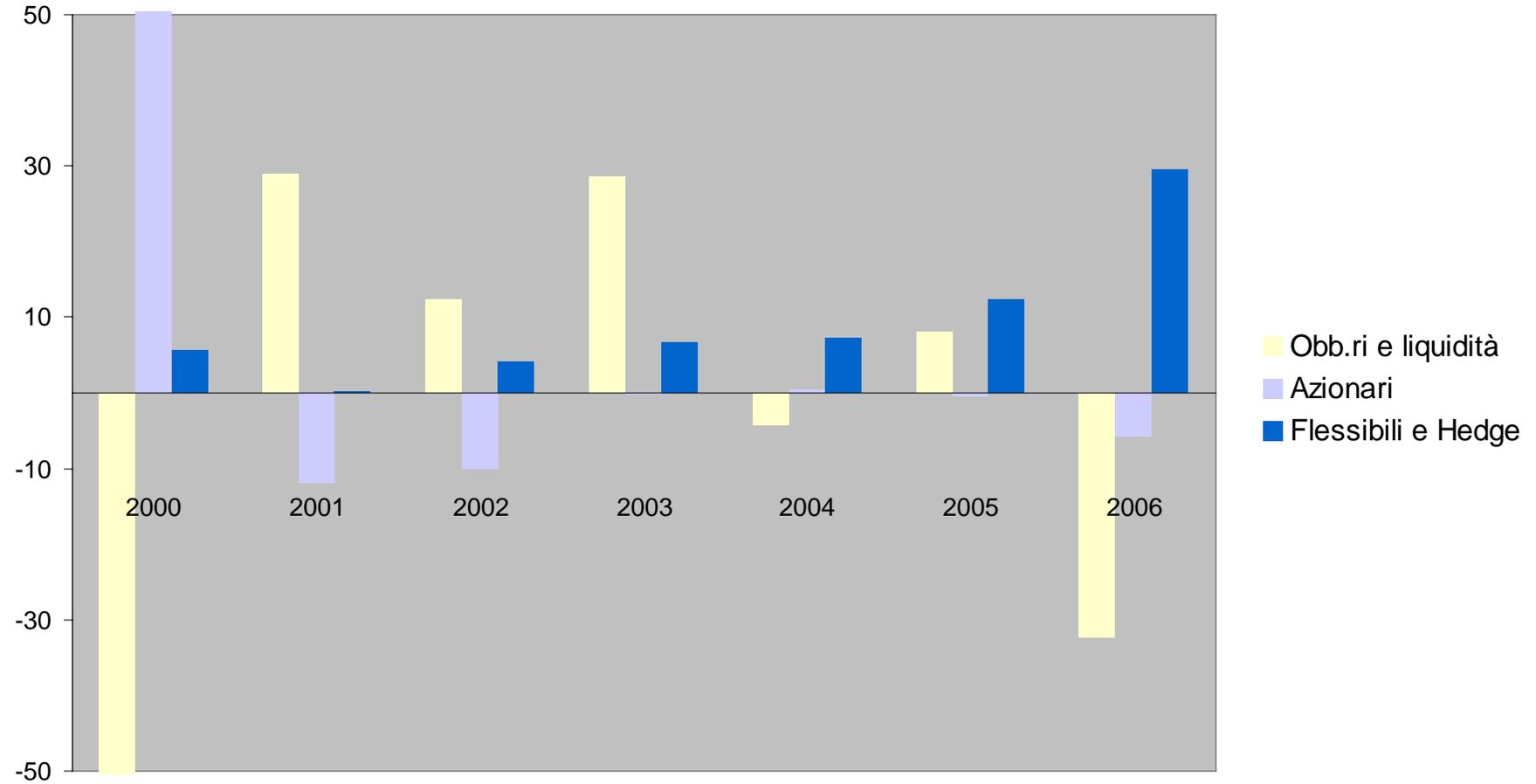
- A fine 2006 risultano operanti in Italia circa 3.300 fondi aperti gestiti da 200 società e con un patrimonio complessivo pari a 656 mld. di euro. Poco più della metà di questo importo (56%) è costituito da fondi di diritto italiano, il 31% da fondi di diritto estero promossi da operatori italiani (fondi round-trip) e il rimanente 13% da fondi di diritto estero promossi da operatori esteri;
- L'attuale situazione è frutto dell'evoluzione del mercato dei fondi aperti la cui storia, nel corso dell'ultimo decennio, è stata caratterizzata dal susseguirsi di tre importanti trend:

I fondi aperti (cont.):

- il primo è rappresentato dalla rapida affermazione del prodotto fondo nel periodo 1997-99 durante il quale il rapporto tra patrimonio dei fondi e totale delle attività finanziarie delle famiglie italiane è cresciuto dal 10 al 20%;
- il secondo è costituito dalla “sostituzione” nel portafoglio dei risparmiatori italiani dei prodotti di diritto italiano con quelli di diritto estero. Questo secondo trend ha avuto inizio nel 2000 ed è tuttora in corso;
- un terzo ed ultimo trend si sviluppa a partire dal 2006: la raccolta dei fondi italiani si spinge sempre più verso il rosso e la pur importante raccolta dei fondi esteri non è più in grado di controbilanciare il risultato complessivo del mercato che fa quindi segnare il più elevato deflusso di tutta la sua storia ventennale (-10,4 mld). Le cifre del primo trimestre 2007 confermano questo quadro (-9,1 mld).

Fondi aperti Raccolta per tipologia

(EurBn)



Fonte: Assogestioni

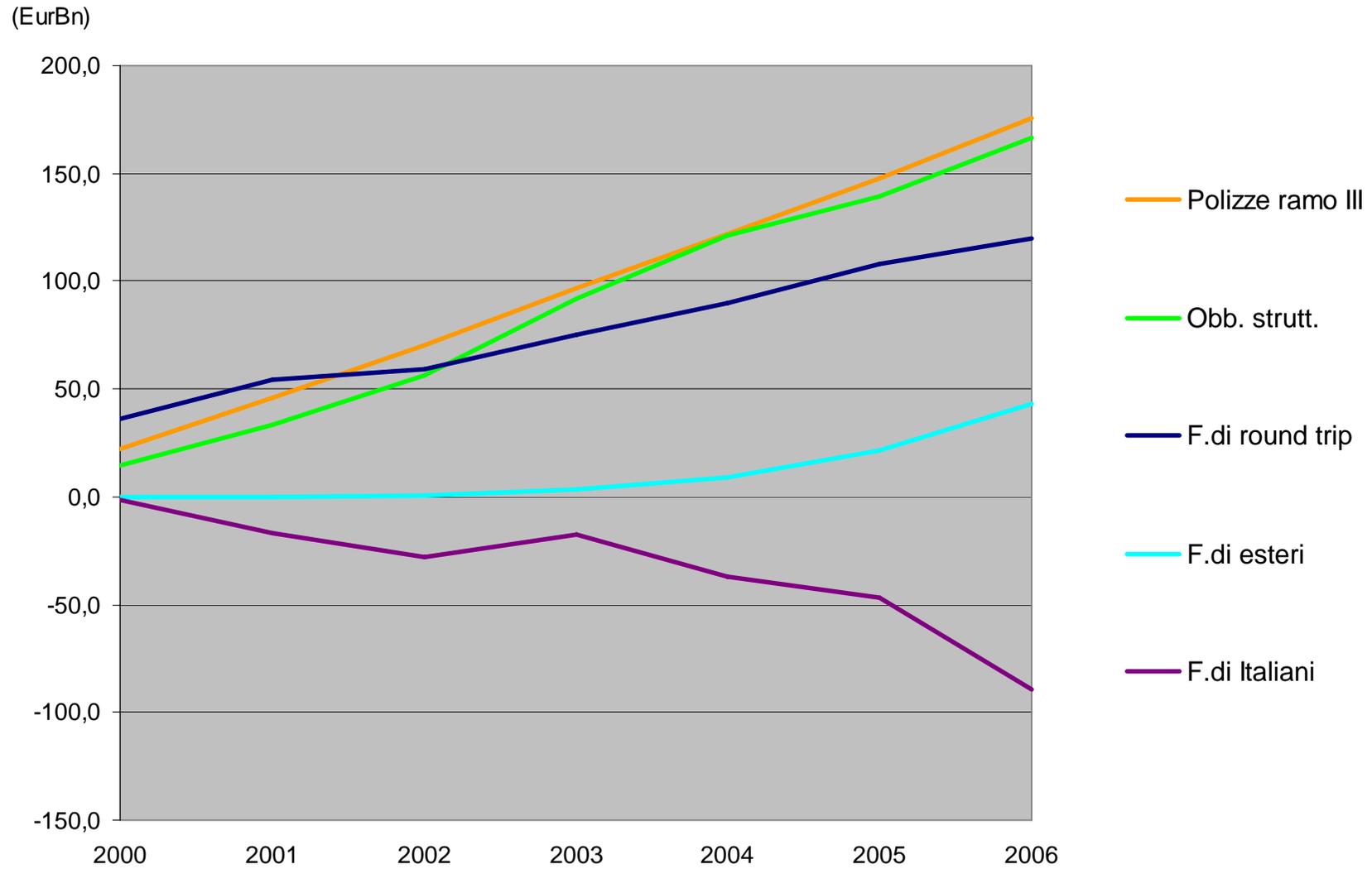
I fondi aperti, raccolta per tipologia:

- Osservando l'andamento nel corso dell'ultimo decennio della raccolta netta dei fondi aperti sulla base della ripartizione tra le seguenti macro categorie di investimento – obbligazionari e liquidità, azionari e prodotti innovativi (fondi flessibili e hedge funds) – si può notare che:
- nell'anno del massimo delle borse mondiali (2000) si verifica una marcata differenziazione della raccolta per asset class: a fronte di un flusso complessivamente positivo (+34 mld), il pubblico dei risparmiatori sposta in maniera decisa e consistente le risorse dalle classi di investimento tradizionalmente più “prudenti” (-61 mld) verso l'investimento azionario (+63 mld);

I fondi aperti, raccolta per tipologia (cont.):

- a seguito della correzione delle borse, nel corso dei due anni successivi si assiste al fenomeno inverso (raccolta positiva della classe obbligazionaria e negativa di quella azionaria);
- infine a partire dal 2003 si affermano prodotti più innovativi (flessibili e hedge funds) la cui politica di investimento promette in generale di stabilizzare il profilo di rischio – rendimento e di sganciarlo quindi dall'altalenante andamento delle volatilità delle asset class tradizionali.
- Il 92% della raccolta complessiva dei prodotti più innovativi del periodo 2003-06 (pari a 55 mld) è stato realizzato da prodotti italiani o round trip.

Fondi aperti, obbligazioni strutturate e polizze ramo III Raccolta cumulata



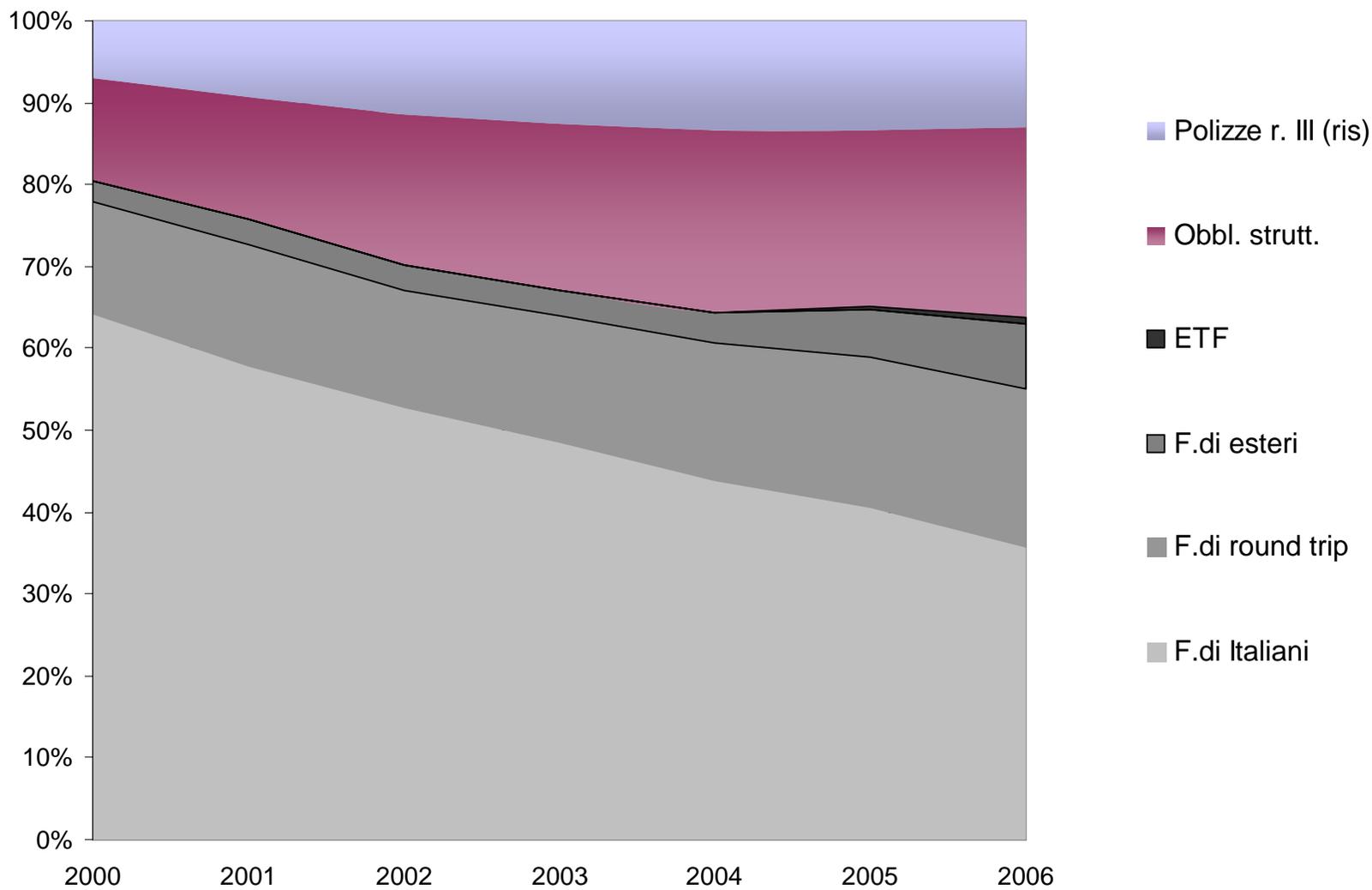
Fonti: Assogestioni, Consob, Ania

Fondi aperti e altri prodotti finanziari (flussi):

Se si allarga l'analisi fino ad includere anche i principali prodotti finanziari concorrenti dei fondi aperti, quali polizze a contenuto finanziario e obbligazioni strutturate si osservano i seguenti trend:

- Nel corso degli ultimi 6 anni le polizze di ramo III e le emissioni strutturate hanno messo a segno una raccolta cumulata pari a circa 170 mld. ciascuno;
- Nello stesso periodo i fondi di diritto italiano hanno subito deflussi netti complessivamente pari a 80 mld. Fondi round trip per primi ed esteri successivamente, come già illustrato in precedenza, hanno compensato, ma solo in parte, il deflusso dai fondi di diritto nazionale.

Fondi aperti, obbligazioni strutturate e polizze ramo III Evoluzione quote di patrimonio



Fonti: Assogestioni, Consob, Ania

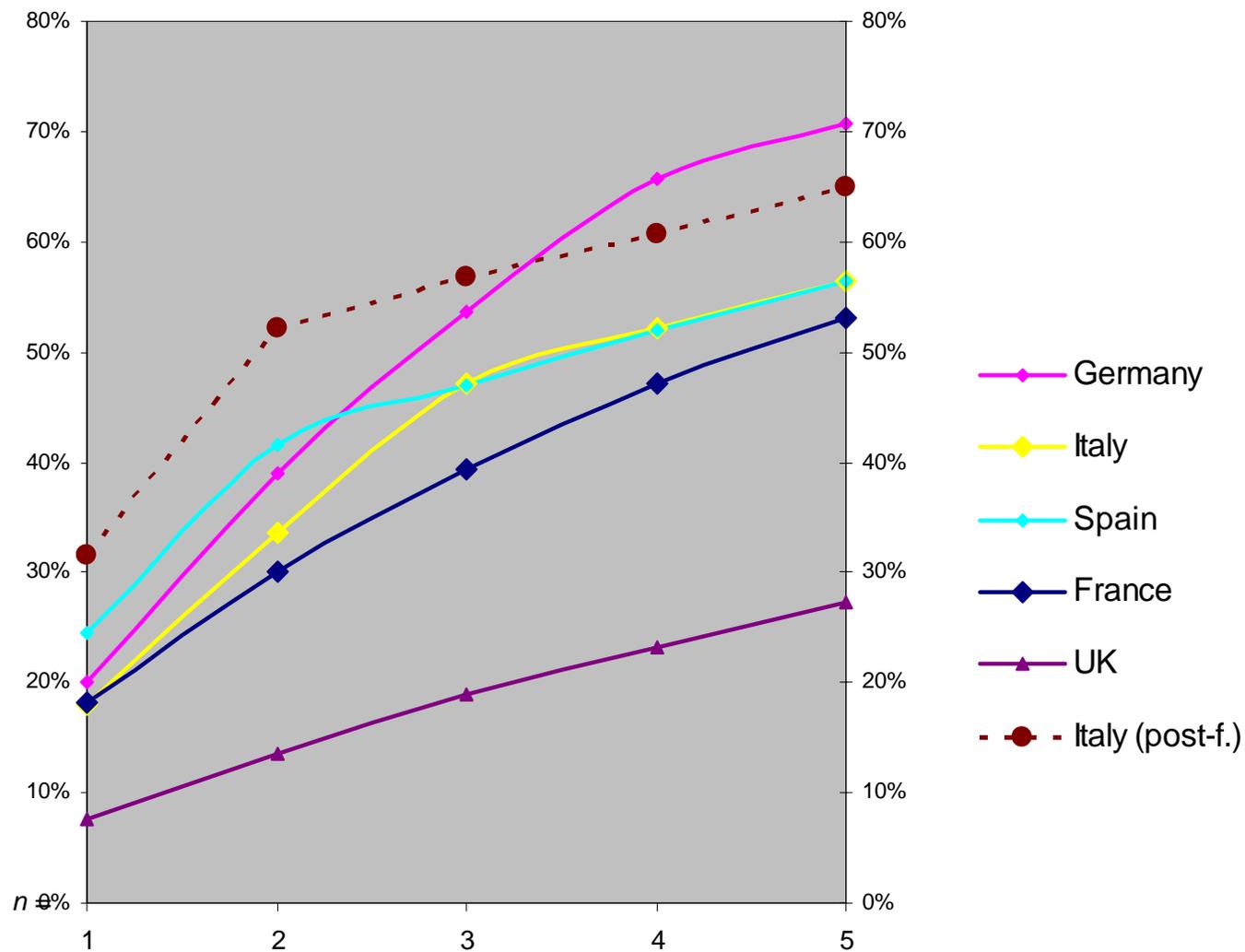
Fondi aperti e altri prodotti finanziari nel portafoglio dei risparmiatori:

I flussi che hanno interessato i principali prodotti finanziari concorrenti dei fondi aperti hanno esercitato importanti effetti di sostituzione nella composizione del portafoglio dei risparmiatori italiani:

- Fatto 100 l'ammontare investito in fondi, polizze e obbligazioni strutturate, nel corso degli ultimi 7 anni la quota dei fondi nel suo complesso è scesa da 80 al 64 (-20%), quella dei fondi italiani da 64 a 35 (-45%).
- Per converso la quota delle polizze è salita da 7 a 13 (+85%) e quella delle obbligazioni strutturate da 12 a 23 (+92%).

Fondi aperti

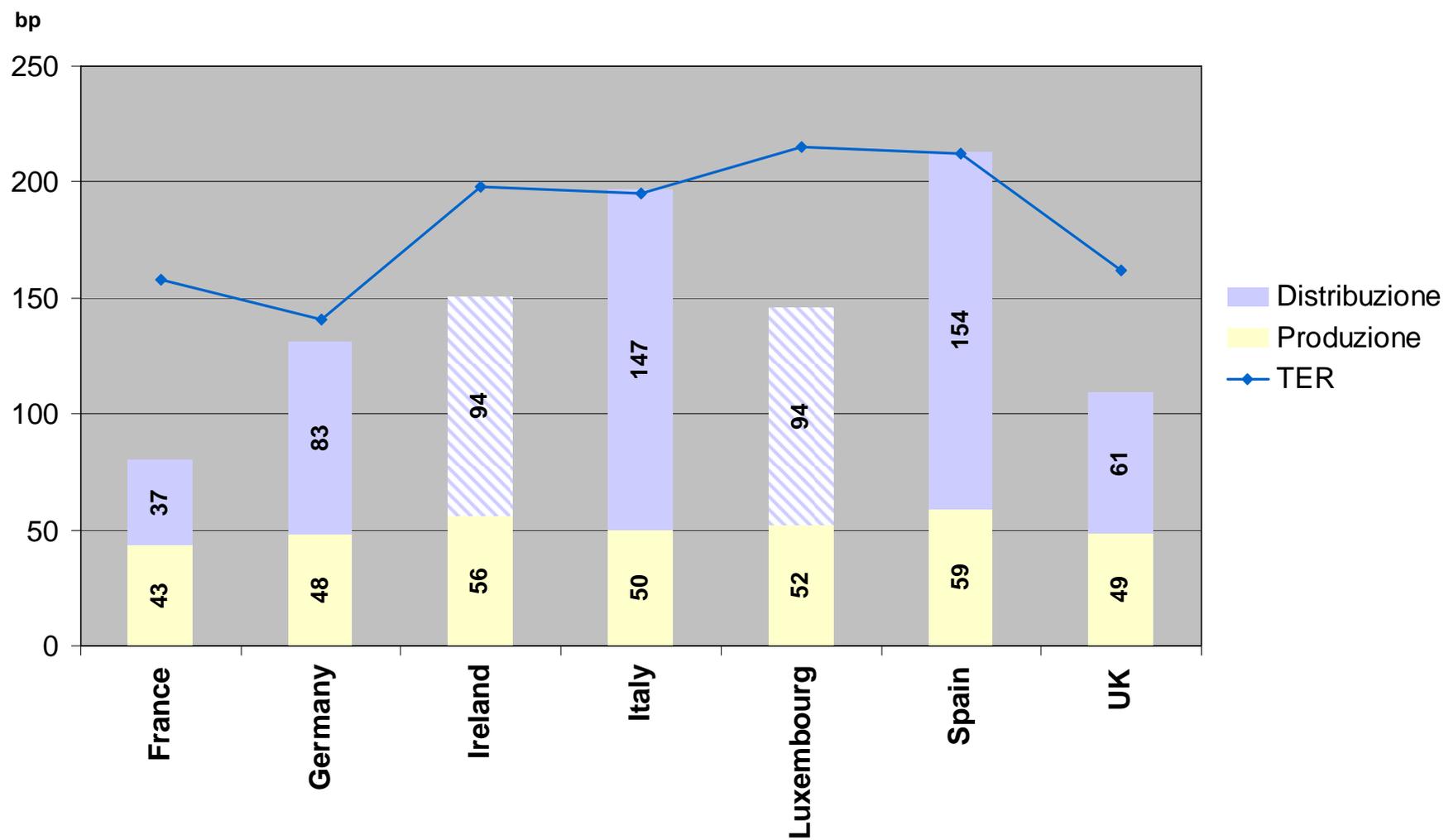
Quote di mercato cumulative delle prime n società di gestione per AUM nei principali mercati europei



Fondi aperti – Concentrazione dell'industria:

- L'industria italiana dei fondi aperti mostra un grado di concentrazione paragonabile a quello dei maggiori stati europei, fatta eccezione per il caso inglese;
- I primi 5 gruppi di gestione italiani controllano il 56% dell'offerta. Dati analoghi si rilevano sui mercati francesi e spagnoli. Nel mercato tedesco la concentrazione (primi 5 gruppi) è pari al 70%.
- Ipotizzando che le società di gestione controllate dalle banche protagoniste delle recenti fusioni siano consolidate nell'ambito dei gruppi di nuova creazione la concentrazione salirebbe a livelli superiori alla media europea.

Fondi azionari - Costi di produzione e distribuzione nei principali paesi europei



Fonte: CRA International for the European Commission (sept 2006), Fitzrovia

Fondi azionari: costi di produzione e distribuzione:

- I costi che una società di gestione deve affrontare per produrre un fondo azionario risulta sostanzialmente uguale nei diversi paesi europei considerati. Italia, Lussemburgo, Regno Unito e Germania mostrano livelli in uno stretto intorno di 50 bp.
- Per converso i costi che le stesse società devono sostenere per collocare il prodotto sono marcatamente differenziati tra i diversi mercati considerati: Italia e Spagna spiccano per un costo medio di circa 150 bp (3 volte quello di produzione) contro una media europea pari a 94.

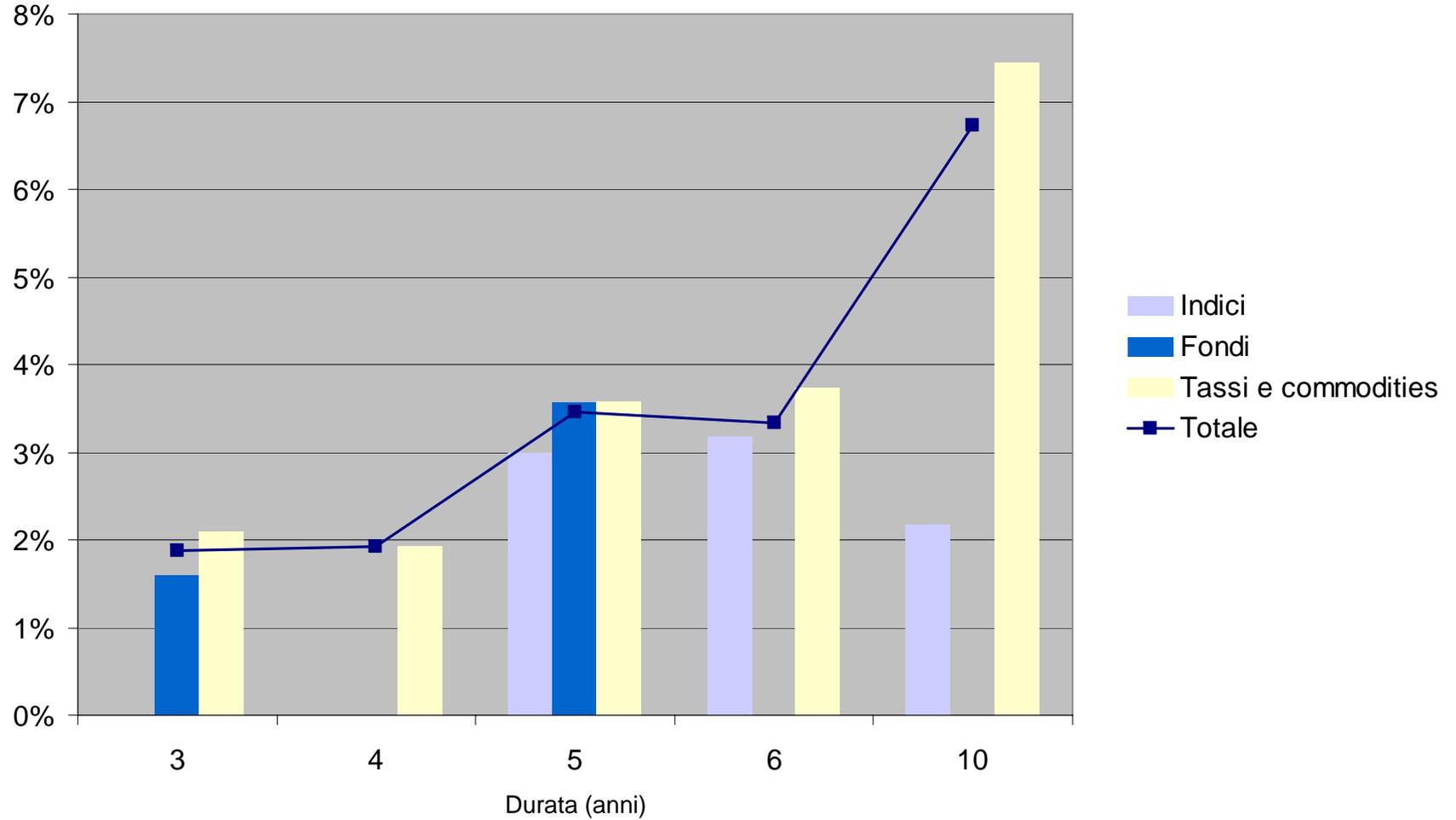
Fondi azionari: costi di produzione e distribuzione (cont.):

- Il TER misura i costi complessivamente a carico del fondo e può essere adottato come proxy dei ricavi della società di gestione. La differenza tra il TER e la somma dei costi di produzione e distribuzione approssima pertanto gli utili delle società di gestione.
- Le società di gestione di Italia e Spagna (e in parte anche di Germania) subiscono il drenaggio della quasi totalità dei propri utili a favore della rete distributiva a causa del notevole potere monopolistico (monopsonistico) che questa è in grado di esercitare;
- In un'ottica di gruppo, la maggior parte delle società di gestione italiane ricoprono pertanto il ruolo di mero centro di costo con le conseguenze facilmente intuibili in termini di disponibilità di risorse per gli investimenti e l'innovazione.

Obbligazioni bancarie strutturate

Costi *up-front* medi ponderati per durata e tipologia sottostante

costo up-front



I costi delle obbligazioni bancarie strutturate:

- Da un'analisi di circa 70 obbligazioni strutturate emesse nel corso degli ultimi 12 mesi per un ammontare complessivo di circa 42 mld. è emerso che il costo up-front medio ponderato è pari a 336 bp.
- Suddividendo le obbligazioni per durata il costo aumenta all'aumentare di questa fino a superare per le obbligazioni indicizzate a tassi di interesse a lunga scadenza i 700 bp;
- Nel caso di obbligazioni indicizzate all'andamento di un paniere di fondi, le reti di collocamento percepiscono, di norma, anche periodiche retrocessioni delle commissioni di gestione che gravano sui fondi oggetto di investimento.

I costi delle obbligazioni bancarie strutturate (cont.):

➤ Oltre alla considerazione dei livelli assoluti di costo e alla loro generale scarsa trasparenza, occorre anche osservare che la struttura commissionale “sbilanciata” verso il momento del collocamento avrà quasi certamente importanti effetti sulla sostenibilità nel medio e lungo termine delle attuali aggressive politiche di vendita delle obbligazioni strutturate.

Prime conclusioni e una proposta

Prime conclusioni e una proposta:

Si ritiene che le difficoltà dell'industria dell'Asset Management sopra evidenziate siano principalmente ascrivibili alle cause qui sotto evidenziate e per le quali si propone di intraprendere per il futuro gli adeguati approfondimenti:

➤ Mancanza di un level playing field tra i diversi prodotti di diritto nazionale (fondi, obbligazioni strutturate, polizze a contenuto finanziario) che, pur soddisfacendo il medesimo bisogno (gestione professionale del risparmio) si trovano tuttavia assoggettati a discipline differenziate sotto molteplici profili (autorizzazione, modalità di gestione, regime di distribuzione, strutturazione dei costi, disclosure);

Prime conclusioni e una proposta (cont.):

- Eterogeneità della disciplina fiscale dei diversi prodotti finanziari e dei relativi produttori e conseguenti effetti distorsivi sulle scelte degli intermediari e dei risparmiatori;
- Ancora troppo elevato grado di differenziazione tra le diverse piazze europee in materia di recepimento (soprattutto a livello amministrativo) della disciplina comunitaria (gold plating), di prassi istruttoria e di vigilanza con conseguenti importanti effetti distorsivi sulla scelta di dove posizionare la produzione e di cosa produrre.

Comitato Tecnico per la Piazza Finanziaria Italiana

**Gruppo di lavoro sull'industria italiana
dell'Asset Management**

Interim report

Giugno 2007