



**UNIMORE**  
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI  
MODENA E REGGIO EMILIA

**CEFIN**  
Centro Studi Banca e Finanza

## **SHORT NOTES SERIES**

**N. 19**

### **LE PROSPETTIVE DELL'ASSET MANAGEMENT Tra sviluppo del mercato dei capitali e cambiamenti dei modelli di business bancari**

**Andrea Landi e Valeria Venturelli**

Giugno 2017

## LE PROSPETTIVE DELL'ASSET MANAGEMENT

### tra sviluppo del mercato dei capitali e cambiamenti dei modelli di business bancari

Andrea Landi<sup>a</sup> – Valeria Venturelli<sup>a</sup>

#### 1. Introduzione

Nel decennio che data dall'inizio della crisi finanziaria, l'industria dell'*asset management* (AM) si segnala come la componente più dinamica dell'intermediazione finanziaria, confermando una tendenza di lungo periodo, che si interrompe solo per periodi circoscritti alle fasi di maggiore intensità degli episodi di crisi dei mercati finanziari.

Lo sviluppo delle attività gestite dagli intermediari finanziari per conto degli investitori è visibile nelle scelte finanziarie delle famiglie e nel ruolo crescente assunto da veicoli finanziari, quali fondi comuni e fondi pensione, o dagli intermediari creditizi e assicurativi che hanno intensificato la loro diversificazione nei servizi del risparmio gestito. Dal lato dell'offerta si vanno inoltre affermando grandi gestori di portafogli finanziari che si avvantaggiano della crescente esigenza degli investitori di allargare il ventaglio degli investimenti finanziari.

Nella letteratura che descrive e interpreta questa evoluzione dei circuiti finanziari<sup>1</sup> un'enfasi particolare viene posta sui cambiamenti di natura strutturale che lasciano intravedere una tendenza a un ulteriore e durevole sviluppo dell'industria dell'*asset management*. Questa prospettiva va letta soprattutto in relazione ai cambiamenti demografici della popolazione e alle trasformazioni dei sistemi previdenziali che influiscono sulle decisioni di risparmio e della sua allocazione nell'arco di vita dell'investitore. Si tratta di scelte rese ancor più impegnative in un contesto macroeconomico di bassi tassi di interesse che mette in discussione gli obiettivi di valorizzazione nel tempo dei portafogli finanziari e conseguentemente anche la possibilità di conseguire risultati reddituali coerenti con le prestazioni previdenziali desiderate.

Ad incidere sulle prospettive dell'industria dell'*asset management* vi è inoltre il sistema di regole imposto nell'ultimo decennio agli intermediari finanziari. Anche se l'impostazione restrittiva delle autorità di vigilanza ha interessato le diverse tipologie di intermediazione, è fuor di dubbio che il maggiore impatto regolamentare ha colpito le banche e, in misura relativamente minore, le imprese di assicurazione, cioè quelle categorie di operatori che si caratterizzano per un'assunzione diretta dei rischi di intermediazione e che, per le dimensioni assunte, sono potenzialmente in grado di trasmettere la loro instabilità al sistema finanziario. Il rallentamento dei volumi di attività intermedie dalle banche, quale effetto di vincoli regolamentari che stanno accompagnando la ridefinizione dei loro modelli di *business*, ha pertanto aperto maggiori spazi per un ruolo degli *asset manager* sia nella raccolta del risparmio, sia nelle scelte di investimento a sostegno dell'economia.

La maggiore rilevanza dell'*asset management* nell'intermediazione dei flussi finanziari non è priva di conseguenze. Un primo effetto riguarda il trasferimento di rischi e le possibili ricadute sistemiche che si vengono a determinare in un circuito di intermediazione che mette in relazione diretta debitore finale e investitore<sup>2</sup>.

---

<sup>a</sup> Dipartimento di Economia Marco Biagi, Università di Modena e Reggio Emilia; CEFIN, Centro Studi Banca e Finanza, Università di Modena e Reggio Emilia

<sup>1</sup> Per un'analisi recente dell'evoluzione dell'AM si veda il contributo di Walter (2016) e relativamente alle tendenze dell'*asset management* nel decennio Novanta si vedano Brighi, Landi, Lusignani (2004).

<sup>2</sup> Sui rischi sistemici collegati allo sviluppo dell'industria dei fondi e delle imprese di assicurazione si vedano IMF (2015, 2016)

La seconda implicazione riguarda la capacità dell'industria dell'*asset management* di veicolare il risparmio verso finalità allocative che sostengano in modo efficiente la crescita dell'economia. In questa direzione sono orientate le analisi alla base del progetto europeo di realizzazione della *Capital Market Union* che affida agli investitori delegati (in primis ai fondi pensione e alle imprese di assicurazione) un ruolo centrale nel veicolare i risparmi verso investimenti finanziari stabili, nella forma di capitale di rischio "paziente" o di finanziamenti a lungo termine.

Un terzo effetto collegato allo sviluppo dell'AM riguarda le strategie delle banche e il modo in cui esse stanno modificando i modelli di *business* che avevano caratterizzato la fase espansiva e della diversificazione bancaria prima della crisi finanziaria. Complici le regole sempre più restrittive poste dalle autorità di vigilanza e una politica monetaria che ha compresso i margini dell'intermediazione raccolta-impieghi, si va delineando una rinnovata attenzione delle banche verso aree dell'intermediazione a minore assorbimento di capitale e in grado di meglio utilizzare la capacità distributiva.

Il presente lavoro si articola in tre parti

Nella prima parte, dopo aver chiarito alcuni aspetti definitivi e di classificazione, si dà evidenza dello sviluppo dell'*asset management* nelle principali aree economiche (area euro, UK e Usa), attraverso un confronto tra le attività intermedie dai veicoli finanziari della gestione collettiva e dalle società di assicurazione, da un lato, e dalle banche dall'altro. Una rappresentazione alternativa della crescita del risparmio gestito è poi offerta dall'analisi delle scelte di portafoglio delle famiglie con riferimento ai principali strumenti finanziari oggetto di investimento in un arco temporale di lungo periodo.

Nella seconda parte si valutano le scelte di composizione finanziaria che caratterizzano i portafogli dei fondi e delle imprese di assicurazione al fine di cogliere le possibili ricadute sui finanziamenti all'economia. A questo riguardo si ripercorrono le linee d'azione definite a livello europeo nell'ambito del progetto di *Capital Market Union* e i principali interventi regolamentari finalizzati a orientare le scelte degli *asset managers* e delle principali categorie di intermediari verso finanziamenti alternativi a quelli bancari.

Infine, nella terza parte si valuta come nell'ultimo decennio le grandi banche europee abbiano sostenuto lo sviluppo dell'*asset management* avvantaggiandosi in termini di un maggiore livello e stabilità dei ricavi finanziari complessivi. In particolare, utilizzando il dettaglio relativo alla composizione delle commissioni sui servizi, si propone un'analisi econometrica che pone in relazione i principali indicatori di performance (redditività e rischio) con la propensione delle banche alla gestione delegata dei portafogli finanziari della clientela.

## **2. L'evoluzione dell'*asset management* nelle principali aree economiche**

La definizione dell'*asset management* come industria finanziaria si basa sulle specificità che tale attività di gestione del risparmio assume sotto i profili del processo produttivo (e quindi dell'articolazione di produttori e prodotti), e dei canali distributivi utilizzati per la loro commercializzazione. I due principali elementi distintivi della produzione riguardano, da un lato, la costruzione di portafogli finanziari da parte di operatori specializzati (*asset managers*) nella valutazione e selezione di titoli prevalentemente negoziabili e, dall'altro, l'esistenza di una delega alla gestione, per conto della clientela, dei portafogli finanziari. Il versante distributivo si caratterizza invece per la catena, a volte complessa, di rapporti di natura contrattuale che collegano l'*asset manager* all'investitore finale, con una serie di passaggi intermedi che regolano gli accordi tra diverse tipologie di produttori, distributori e investitori.

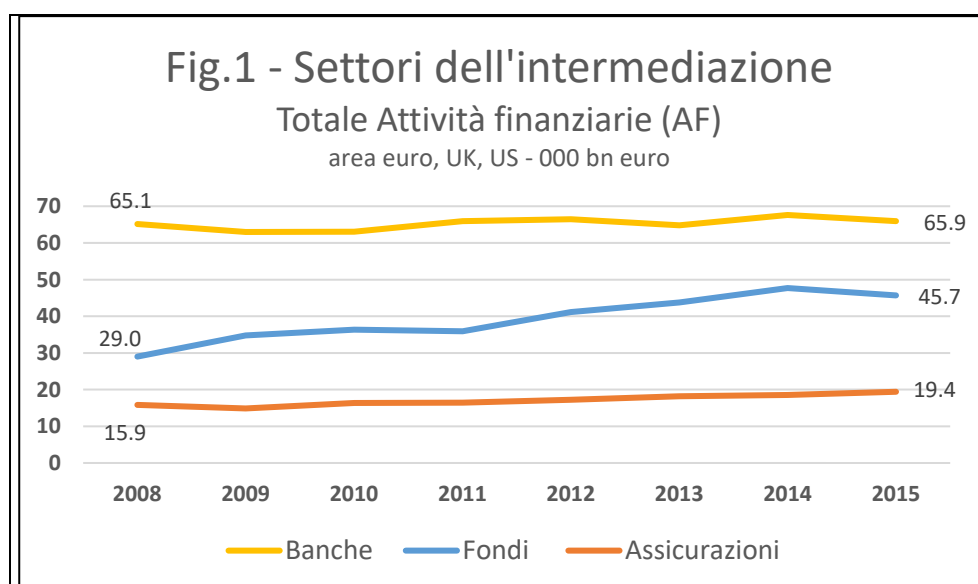
I portafogli finanziari, quando oggetto di una gestione per conto di una collettività di investitori, assumono la forma di veicoli contrattuali, cioè "fondi" che, a seconda che prevalga o meno la finalità previdenziale, si distinguono in fondi pensione e fondi di investimento. Su queste due principali categorie di veicoli finanziari è normalmente incentrata la definizione anche quantitativa dell'*asset management*, con ciò adattando

l'analisi alla disponibilità di statistiche sufficientemente omogenee e comparabili tra i diversi paesi<sup>3</sup>. Il perimetro di definizione dell'*asset management* può essere inoltre allargato a comprendere anche una parte rilevante dei prodotti finanziari offerti dalle imprese di assicurazione, soprattutto quando queste offrono gestioni separate dei patrimoni che, pur rimanendo nel bilancio dell'intermediario, si caratterizzano per un collegamento diretto tra valore del patrimonio gestito e investimento dell'assicurato.

Ai fini dell'analisi seguente, e avvalendoci delle statistiche disponibili per le principali aree paese, utilizzeremo una definizione di risparmio gestito che considera i portafogli dei fondi e della attività gestite dalle imprese di assicurazione. Queste due categorie di gestione verranno inizialmente confrontate con le attività finanziarie intermedie dal sistema bancario e ciò al fine di cogliere i macro-spostamenti intervenuti nei principali settori dell'intermediazione. Gli approfondimenti successivi mantengono distinte le tre principali componenti dell'AM per cogliere alcune delle specificità che caratterizzano l'evoluzione dei volumi gestiti e la composizione delle attività in portafoglio.

Nella Figura 1 è rappresentata l'evoluzione delle attività intermedie dalle principali categorie di intermediari (bancari e assicurativi) e dei veicoli finanziari (fondi comuni e fondi pensione) più direttamente collegati alla gestione del risparmio nell'insieme delle aree euro, del Regno Unito e degli Usa.

Il periodo che inizia con la crisi finanziaria e arriva a fine 2015 ha conosciuto uno spostamento rilevante della composizione dei circuiti di intermediazione, dalle banche verso le attività gestite dall'insieme dei fondi. Le prime si stabilizzano su di un livello di attività che oscilla nel periodo attorno a 65 mila miliardi di euro; una dinamica che riflette una revisione profonda delle strategie di crescita delle banche che aveva caratterizzato gli anni precedenti la crisi e che successivamente ha visto prevalere obiettivi di contenimento degli attivi rischiosi e di ricapitalizzazione. Di contro, i volumi di intermediazione si sono indirizzati verso il settore dei fondi che, nell'arco di soli 8 anni, hanno registrato una crescita delle attività superiore al 50%, raggiungendo nel 2015 il livello di circa 46 mila miliardi di euro. Una crescita sostenuta ha riguardato anche il settore delle assicurazioni che si sono avvantaggiate di una maggiore domanda di prodotti a carattere previdenziale-finanziario in forme assimilabili al risparmio gestito.



<sup>3</sup> L'industria dell'*asset management*, oltre che per la gestione collettiva, si compone anche di una gestione individuale rivolta ad una clientela costituita da investitori sia individuali, sia qualificati (quali altri intermediari finanziari). Le statistiche non consentono tuttavia un'adeguata rappresentazione di questa tipologia di gestione ai fini di un confronto tra paesi.

Fonti: BCE Sector accounts; Federal Reserve Board of Governors, Financial Accounts; Office for National Statistics, Economic Accounts; Investment Association

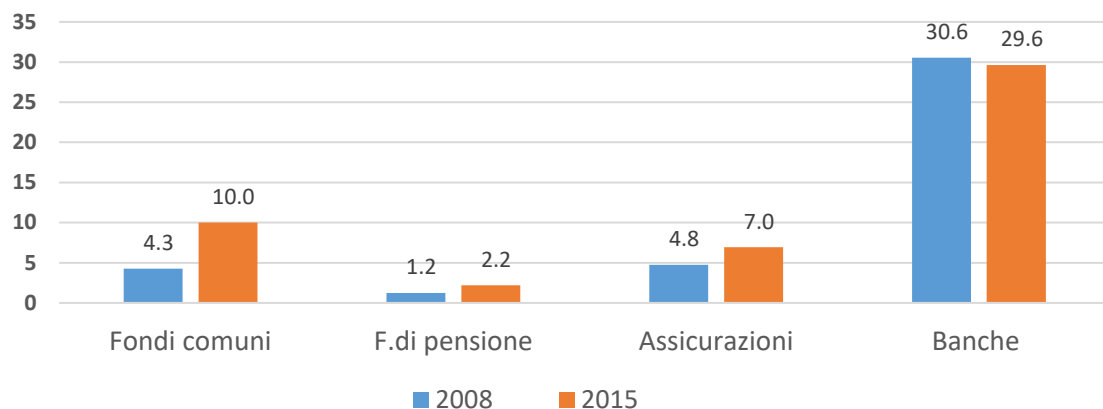
Il confronto tra le principali aree paese (Figg. 2 a-c) dà evidenza della tendenza dell'area euro ad avvicinarsi al modello di intermediazione statunitense. Sebbene nel sistema europeo rimanga ancora marcata la centralità delle banche, si sta progressivamente affermando un orientamento degli investitori a delegare le proprie scelte finanziarie ad *asset manager* di fondi, così come sta aumentando il risparmio gestito dalle imprese di assicurazione. La dinamica più accentuata è quella relativa ai fondi comuni che tra il 2008 e il 2015 vedono più che raddoppiare le masse gestite (dai 4.3 ai 10 mila miliardi di euro). I fondi pensione, pur su livelli di attività gestite ancora relativamente contenuti, registrano una crescita sostenuta a conferma di come le componenti previdenziali siano alla base di spostamenti strutturali della composizione del risparmio delle famiglie. Tendenze analoghe su scala ridotta caratterizzano anche l'evoluzione dei settori dell'intermediazione nel Regno Unito. A tale riguardo va peraltro precisato che i dati della contabilità nazionale fanno riferimento ai fondi domestici e non tengono in considerazione la rilevante attività di gestione svolta dagli *asset managers* residenti a favore degli investitori internazionali<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Sulla base delle statistiche dell'Asset management Survey (Investment Association, 2016) le attività gestite dagli *asset managers* domiciliati in UK nel 2015 superavano 5,700 mld. di sterline. Di queste oltre il 40% riguardava investitori esteri.

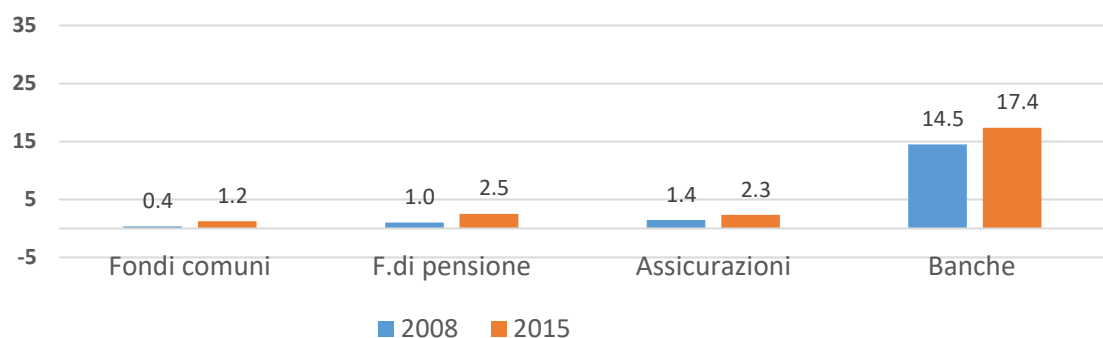
**Fig. 2a - Fondi, Assicurazioni e Banche**

AF - area euro - 000 bn euro



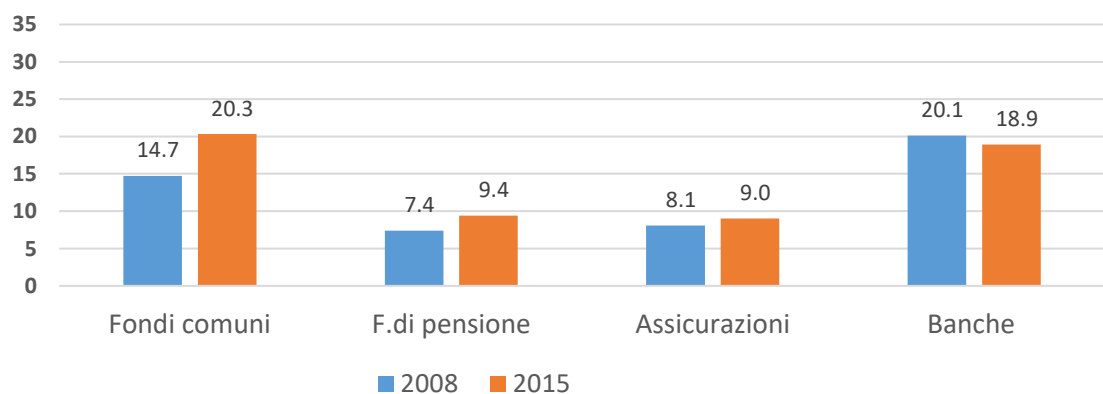
**Fig. 2b - Fondi, Assicurazioni e Banche**

AF - UK - 000 bn euro



**Figura 2c - Fondi, Assicurazioni e Banche**

AF - US - 000 bn euro



Fonti: BCE Sector accounts; Federal Reserve Board of Governors, Financial Accounts; Office for National Statistics, Economic Accounts; Investment Association

Una diversa prospettiva di analisi dell'evoluzione del risparmio gestito è quella che fa riferimento alla composizione delle attività finanziarie delle famiglie, così come rilevata dalle statistiche della contabilità nazionale per settore istituzionale. La rappresentazione delle scelte finanziarie delle famiglie consente di allargare il periodo di riferimento agli anni precedenti la crisi finanziaria e inoltre presenta il vantaggio di superare il problema della doppia contabilità delle attività gestite che si verifica quando i veicoli finanziari, quali i fondi comuni, compaiono nel bilancio di altri veicoli (fondi pensione) o delle imprese di assicurazione. Di contro va osservato che una componente di gestione del patrimonio delle famiglie, rappresentata dalle gestioni individuali, non viene direttamente rilevata ma trova espressione negli strumenti finanziari oggetto del mandato di gestione.

L'indicazione più rilevante che emerge dal confronto dei comportamenti delle famiglie nelle tre aree paese considerate, con riferimento al periodo 2000-2015, è la dinamica particolarmente accentuata della componente previdenziale-assicurativa.

Nell'area euro gli investimenti delle famiglie nelle attività gestite dalle imprese di assicurazioni e dei fondi pensione raggiungono alla fine del periodo il livello dei depositi, con un'accelerazione dei volumi registrata soprattutto negli anni della crisi finanziaria (Figg. 3 a-c). Tra il quarto trimestre 2008 e il primo semestre 2016 questa componente del portafoglio finanziario si accresce di oltre il 50%, passando da circa 5 mila miliardi di euro agli oltre 7.7 mila di fine periodo (pari al 34.3% del totale attività finanziarie). Il settore assicurativo con 4 mila miliardi di euro rappresenta una delle componenti più importanti e stabili della ricchezza finanziaria delle famiglie europee<sup>5</sup>.

Molto più contenuto e meno rilevante in termini di composizione è l'investimento delle famiglie nei fondi comuni. Il loro ammontare a fine periodo risulta inferiore ai 2 mila miliardi di euro, un valore già raggiunto nell'anno di inizio della crisi finanziaria, con un'incidenza sul totale delle attività finanziarie pari all'8.7%.

Come già ricordato, il dato dei fondi comuni nei portafogli delle famiglie sottovaluta il peso di questa forma di investimento nell'economia e in particolare non viene considerato il loro ruolo nella formazione dei portafogli delle imprese di assicurazione e dei fondi pensione, che a metà 2016 investivano nei fondi oltre 2500 miliardi di euro.

Negli Usa l'investimento nei fondi pensione costituisce, al pari delle azioni, la componente più importante del portafoglio finanziario delle famiglie e quella con la dinamica più accentuata: con oltre 22 mila miliardi di dollari rappresenta il 30.2% del totale attività finanziarie alla fine del periodo. A differenza della situazione europea le famiglie indirizzano verso il comparto assicurativo una quota molto ridotta della loro ricchezza che non supera il 2% (per un valore di 1.3 mila miliardi di dollari). Anche negli Usa i fondi comuni sono una componente della ricchezza delle famiglie molto più contenuta rispetto all'investimento di natura previdenziale (il 10% della ricchezza), mentre rappresentano oltre il 38% degli attivi dei fondi pensione.

Nel Regno Unito le famiglie privilegiano il risparmio assicurativo/previdenziale che rappresenta la componente di gran lunga prevalente della ricchezza finanziaria, con una quota che a fine 2015 superava il 58%. Come già rilevato per le altre aree paese, i fondi comuni (nelle statistiche di contabilità nazionale aggregati alle azioni) caratterizzano l'investimento delle famiglie ma soprattutto entrano come *asset* nei portafogli degli investitori istituzionali (assicurazioni e fondi pensione).

---

<sup>5</sup> La scomposizione tra investimenti delle famiglie nei prodotti assicurativi e quelli indirizzati verso finalità previdenziali è disponibile per l'area euro solo a partire dal 4 trimestre 2012.

Fig. 3a - Attività finanziarie delle famiglie

area euro - bn €

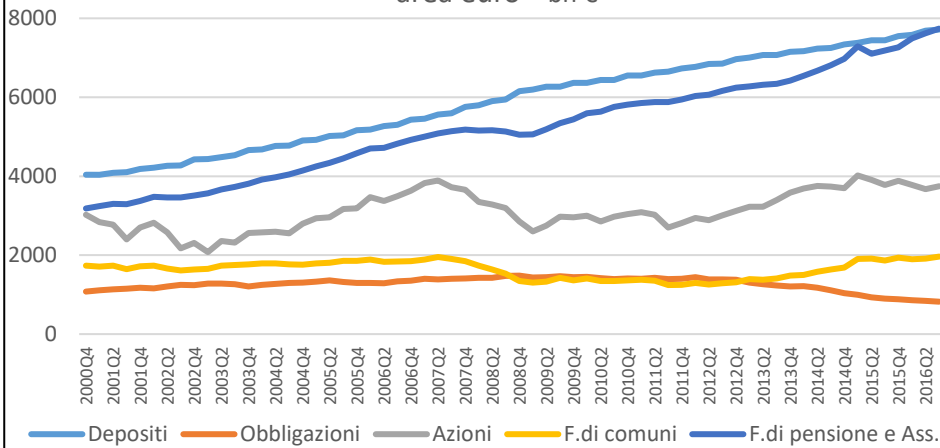


Fig. 3b Attività finanziarie delle famiglie

Usa - bn \$

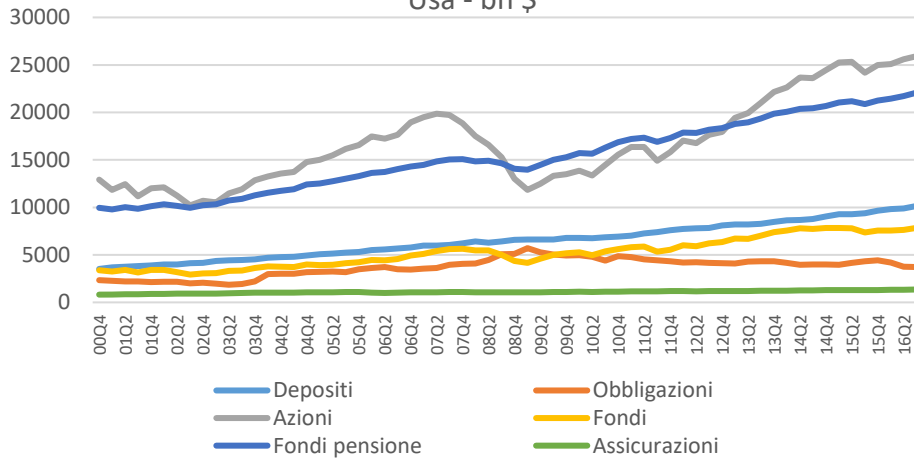
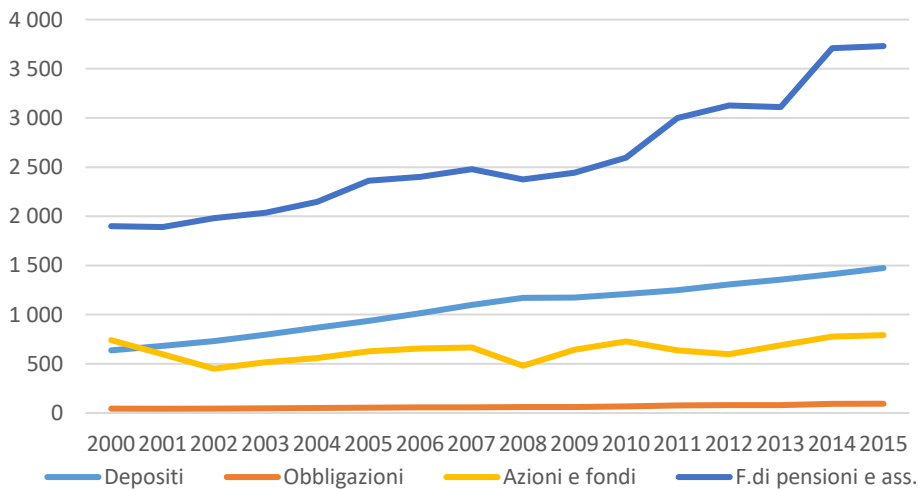


Fig.3c - Attività finanziarie delle famiglie

Uk - bn£



Fonti: BCE Sector accounts; Federal Reserve Board of Governors, Financial Accounts; Office for National Statistics, Economic Accounts



Il quadro sopra delineato mette in evidenza alcune tendenze di fondo.

In primo luogo la domanda previdenziale è quella che spiega in maggiore misura i cambiamenti delle scelte finanziarie delle famiglie e che contribuisce in modo rilevante alla trasformazione dei circuiti di intermediazione in tutte le principali aree paese. E' una tendenza di lungo periodo che viene confermata anche dall'OECD (2016) nel recente rapporto *Pensions at a Glance* quando rileva come l'incidenza delle attività gestite dai fondi pensione privati sul prodotto interno nel periodo 2000-15 sia cresciuto in tutti i paesi. E anche in prospettiva le analisi convergono nel prevedere un aumento del risparmio pensionistico per effetto di più alti tassi di contribuzione richiesti dal mantenimento di un'adeguata copertura previdenziale in uno scenario macroeconomico di bassi tassi di interesse.

Una parte significativa del risparmio previdenziale è intercettato dalle imprese di assicurazione che hanno allargato l'offerta di prodotti sia proponendosi come gestori di piani previdenziali aziendali e individuali, sia accentuando il contenuto finanziario e la flessibilità dei prodotti in termini di rimborso e di combinazioni rischio-rendimento.

Il periodo della crisi con le incertezze del quadro economico e la variabilità dei mercati finanziari sembra aver favorito scelte finanziarie più attente alle prospettive di lungo periodo, incentivando al tempo stesso un orientamento ad affidare a intermediari la gestione dei portafogli. Ciò è evidente anche nella evoluzione dei fondi comuni che rappresentano il veicolo di raccolta del risparmio più dinamico e quello che assicura la maggiore flessibilità nel comporre i portafogli finanziari dei fondi pensione e delle imprese di assicurazione.

Permangono differenze tra l'area euro e i sistemi anglosassoni per quanto riguarda il peso dell'*asset management* sull'intermediazione finanziaria complessiva. Tuttavia la crisi finanziaria, oltre a modificare le prospettive di crescita delle banche, porta a ridefinire i loro modelli di business accentuando la rilevanza di aree di attività a minore intensità di capitale quali quelle che caratterizzano il risparmio gestito.

### **3. Asset management e mercato dei capitali<sup>[v1]</sup>**

Lo sviluppo dell'*asset management* nei principali sistemi finanziari, modificando la composizione dei circuiti di finanziamento dell'economia, produce effetti rilevanti sull'allocazione del risparmio verso differenti tipologie di impieghi produttivi.

Diversi sono gli studi<sup>6</sup> che mettono in evidenza come le scelte di investimento dei fondi comuni, dei fondi pensione e delle imprese di assicurazione abbiano sostenuto il finanziamento delle imprese non finanziarie attraverso la sottoscrizione di obbligazioni e di aumenti di capitale. Fenomeno che, nell'ultimo decennio, ha consentito di compensare il minore apporto offerto dalle banche al sistema delle imprese.

In realtà si tratta di indicazioni parziali e non facilmente confrontabili tra paesi nella misura in cui le statistiche di contabilità nazionale non sempre consentono una chiara identificazione della destinazione degli investimenti finanziari dei principali settori istituzionali.

Nella Tabella 1 è riportata la composizione dei portafogli delle imprese di assicurazioni, dei fondi comuni e pensione per classi di attività e per le tre principali aree paese considerate.

<b>Tabella 1 – Composizione % delle attività finanziarie dei principali investitori istituzionali</b>
---

<sup>6</sup> Si vedano tra gli altri Aramendia e Lannoo (2012), Hagendorff (2014), Pardo e Valli (2015), Oxera (2016) e con riferimento alle imprese di assicurazione IMF (2016).

### Area euro

<b>Fondi</b>	<i>Depositi</i>	<i>Obbligazioni</i>	<i>di cui MFI euro</i>	<i>GOV euro</i>	<i>SNF euro</i>	<i>Azioni</i>	<i>di cui SNF euro</i>	<i>Fondi</i>	<i>Altre</i>	<i>Totale AF</i>
2008	9.2	39.9	8.0	14.2	2.3	26.8	10.6	14.8	9.3	100.0
2016	6.2	39.0	3.4	8.3	3.2	30.6	8.6	16.4	7.8	100.0
<b>Assic. e F.di pensione</b>	<i>Depositi</i>	<i>Obbligazioni</i>	<i>di cui MFI euro</i>	<i>GOV euro</i>	<i>SNF euro</i>	<i>Azioni</i>	<i>di cui SNF euro</i>	<i>Fondi</i>	<i>Altre</i>	<i>Totale AF</i>
2008	13.2	38.7	8.4	17.2	2.3	13.3	2.0	19.8	15.0	100.0
2016Q2	7.2	41.2	6.9	20.3	2.8	10.3	1.6	28.6	12.6	100.0

### US

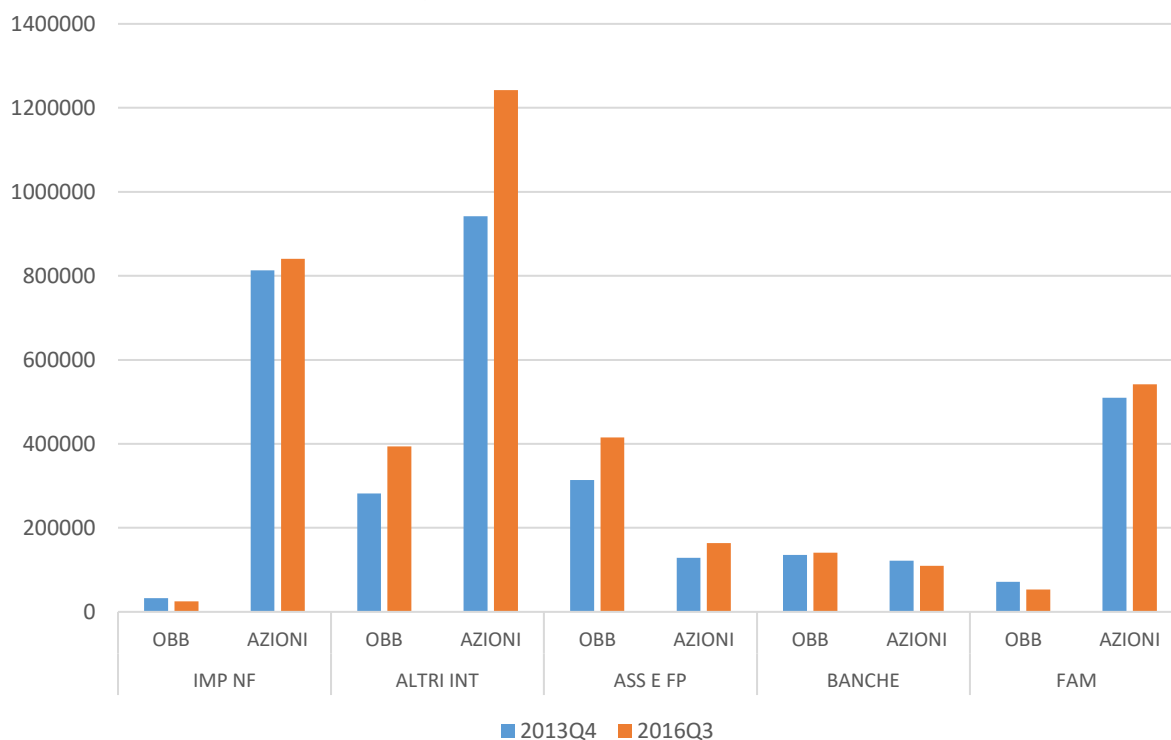
<b>Fondi</b>	<i>Depositi</i>	<i>Obbligazioni governative</i>	<i>Obbligazioni corporate</i>	<i>Azioni</i>	<i>Prestiti</i>	<i>Altre</i>	<i>Totale AF</i>	
2008	10.5	30.3	15.1	40.1	1.6	2.4	100.0	
2016Q3	6.2	20.6	12.6	55.7	1.9	2.9	100.0	
<b>F.di pensione</b>	<i>Depositi</i>	<i>Obbligazioni governative</i>	<i>Obbligazioni corporate</i>	<i>Azioni</i>	<i>Fondi</i>	<i>Prestiti</i>	<i>Altre</i>	<i>Totale AF</i>
2008	3.9	6.0	7.7	33.2	35.3	0.6	15.7	100.0
2016Q3	2.4	5.3	8.6	25	38.2	0.2	20.4	100.0
<b>Assicurazioni</b>	<i>Depositi</i>	<i>Obbligazioni governative</i>	<i>Obbligazioni corporate</i>	<i>Azioni</i>	<i>Fondi</i>	<i>Prestiti</i>	<i>Altre</i>	<i>Totale AF</i>
2008	4.3	18.9	32.2	7.8	20.6	7.3	11.4	100.0
2016Q3	1.9	15.5	36.2	7.2	19.2	7.1	12.9	100.0

### UK

<b>Fondi</b>		<i>Obbligazioni</i>	<i>Azioni</i>		<i>Altre</i>	<i>Totale AF</i>	
2008		7.5	65.2		27.3	100.0	
2016 nov.		18.3	56.6		25.1	100.0	
<b>F.di pensione</b>	<i>Depositi</i>	<i>Obbligazioni governative</i>	<i>Obbligazioni corporate</i>	<i>Azioni</i>	<i>Fondi</i>	<i>Altre</i>	<i>Totale AF</i>
2008	3.2	12.6	23.9	24.7	21.9	13.7	100.0
2015	2.0	16.9	17.3	13.7	27.1	23.1	100.0
<b>Assicurazioni</b>	<i>Depositi</i>	<i>Obbligazioni governative</i>	<i>Obbligazioni corporate</i>	<i>Azioni</i>	<i>Fondi</i>	<i>Altre</i>	<i>Totale AF</i>
2008	6.3	16.3	20.2	24.4	13.8	19.1	100.0
2015	5.5	13.7	19.6	21.8	26.9	12.5	100.0

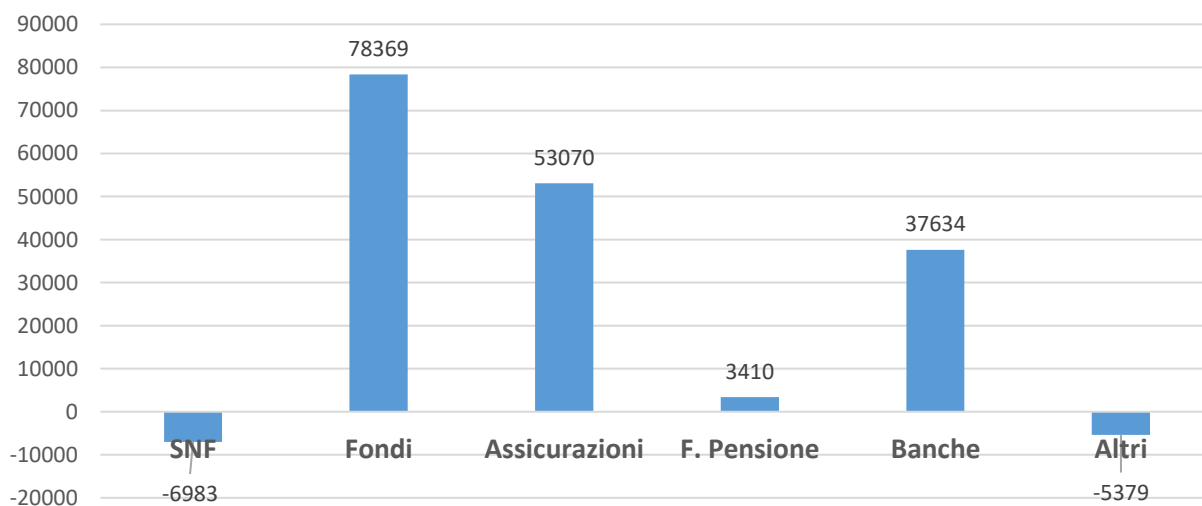
Fonti: BCE Sector accounts; Federal Reserve Board of Governors, Financial Accounts; Office for National Statistics, Economic Accounts; Investment Association

Fig.4 - Obbligazioni e azioni quotate di imprese non finanziarie per settore detentore - euro/EU



Fonte: BCE, Securities holdings statistics

Fig. 5 - Obbligazioni emesse da imprese non fin flussi cumulati 2013-16 per settore detentore - area euro - mln €



Fonte: BCE, Securities holdings statistics

Il dato di composizione è basato sulle consistenze delle principali attività che compongono il portafoglio e sconta una diversa classificazione per controparti emittenti le attività finanziarie considerate. In particolare solo per l'area euro è possibile valutare le consistenze di titoli azionari e obbligazionari emessi dalle imprese non finanziarie (SNF nella tabella). Per le altre due aree paese il dato *corporate* comprende sia le emissioni delle imprese non finanziarie sia delle imprese finanziarie.

La non omogeneità delle statistiche settoriali non impedisce tuttavia di rilevare alcune tendenze comuni e alcune particolarità nelle scelte di portafoglio dei principali investitori.

La prima osservazione riguarda la tendenza dei fondi di investimento a diventare componente sempre più importante nell'ambito dei portafogli degli operatori. Con particolare evidenza nel Regno Unito e nell'area euro i fondi pensione e le assicurazioni utilizzano in misura crescente il veicolo fondo comune per la gestione dei propri *asset*. Se questo dato è valutato congiuntamente alle scelte di composizione dei fondi di investimento appare evidente che è attraverso questi ultimi che sempre più passano le scelte di investimento azionario dei fondi pensione e delle assicurazioni.

Nelle tre principali aree paese la composizione dei portafogli dei fondi di investimento vede prevalere la componente azionaria con una quota che supera il 55% negli Stati Uniti e nel Regno Unito e un deciso incremento per i fondi dell'area euro che a fine 2016 indirizzano alle azioni oltre il 30% delle attività investite.

La rilevanza dei fondi nel sostenere il mercato azionario dell'area euro è ciò che emerge anche dalle statistiche relative ai titoli azionari quotati emessi dalle società non finanziarie nell'area UE detenuti dai principali settori istituzionali (Fig. 4). Nel solo triennio 2013-2016 l'investimento in azioni da parte delle altre istituzioni finanziarie (comprehensive prevalentemente dei fondi comuni) si è accresciuto di oltre 300 mld. di euro, rappresentando a fine periodo il principale settore detentore. La parte prevalente dell'incremento è da attribuire alla rivalutazione dei corsi azionari ma si può stimare in circa un terzo la componente rappresentata da acquisizioni nette di azioni quotate<sup>7</sup>.

Il sostegno all'economia attraverso l'investimento in obbligazioni è distribuito tra le diverse categorie di investitori istituzionali con una certa differenziazione tra i paesi.

Con particolare riferimento al mercato dei *corporate bonds* negli Usa, il ruolo prevalente è assunto dalle imprese di assicurazioni che nel periodo incrementano la loro quota di investimento portandola ad oltre un terzo (36%) del portafoglio complessivo. Anche nel Regno Unito le imprese di assicurazioni, insieme ai fondi pensione, pur riducendo la quota nel periodo, si mantengono su percentuali prossime al 20% del totale delle attività.

Nell'area euro, dove le statistiche consentono di individuare l'investimento in obbligazioni delle imprese non finanziarie (dell'area euro), si osserva una crescita della quota di attività verso questa forma di investimento sia per i fondi, sia per l'insieme delle assicurazioni e fondi pensioni. Si tratta di quote ancora molto contenute che tuttavia sottendono spostamenti significativi dei flussi finanziari. In particolare, se si fa riferimento ai flussi cumulati di emissioni lorde effettuate nel corso del triennio 2013-16 (Fig. 5) si può osservare come i fondi comuni e le imprese di assicurazione, per importi pari rispettivamente a 78 e a 53 mld. di euro, abbiano fornito il contributo prevalente ai finanziamenti di mercato delle imprese.

Nel rimarcare il ruolo dell'AM a sostegno dell'economia si sottolinea l'opportuna distinzione, non sempre facilmente tracciabile, tra operatori attivi nel *trading* a breve termine e *asset manager* che gestiscono portafogli stabili con una prospettiva di investimento a lungo termine. E' a questa seconda componente, classificata come investimenti alternativi, che si guarda per cogliere gli effetti sulle politiche di investimento delle imprese o sulla realizzazione di grandi progetti infrastrutturali con ritorni distribuiti nel tempo.

Nella direzione di promuovere un circuito finanziario più attento alle esigenze di finanziamenti stabili e a lungo termine del sistema economico è orientato l'intervento regolamentare europeo.

---

<sup>77</sup> Se si fa riferimento all'investimento dei fondi non monetari dell'area euro in azioni quotate di emittenti internazionali il valore cumulato delle acquisizioni nette nel corso del periodo 2013-2016 corrisponde a circa un terzo (31%) della variazione complessiva delle consistenze intervenuta nel periodo.

Gli obiettivi al centro del *Capital Markets Union Action Plan* danno evidenza dell'intento europeo di connettere più efficacemente il risparmio allo sviluppo economico<sup>8</sup>. Così l'azione regolamentare è indirizzata ad ampliare la scelta dei canali di finanziamento delle imprese con particolare attenzione alle PMI e ad accrescere le opzioni di investimento finanziario a lungo termine. Agli investitori istituzionali è attribuito il ruolo di investimento in *asset* a lunga scadenza, meno liquidi, sollecitando la loro inclinazione ad acquistare e a detenere attività durante il ciclo economico e a svolgere così una funzione anticiclica.

Uno dei principali interventi normativi finalizzato a favorire il supporto finanziario a progetti di investimento a lungo termine ha riguardato gli *European Long Term Investment Funds*. La recente normativa, entrata in vigore il 9 dicembre 2015, consente la creazione di un veicolo finanziario che impiega i patrimoni raccolti presso investitori *retail* e istituzionali, per finalità di investimento in un'ampia classe di attività caratterizzate da un basso grado di liquidità e da una particolare valenza in termini di contributo alla crescita dell'economia.

Rientrano in questo ambito di investimento i progetti infrastrutturali, il capitale di rischio e le obbligazioni delle imprese non quotate o quotate (entro un certo limite di capitalizzazione), le attività immobiliari, così come investimenti in altre tipologie di fondi dedicati alle nuove imprese innovative (*European Venture Capital Funds*) o a imprese sociali (*European Social Entrepreneurship Funds*)<sup>9</sup>.

Nelle intenzioni della Commissione Europea (2015, 2016) un ruolo di primo piano sarà svolto dai fondi pensione e dalle imprese di assicurazione e cioè da quelle categorie di intermediari e investitori che, per le particolari caratteristiche di stabilità che contraddistinguono la raccolta di fondi, sono nella condizione migliore per sostenere piani di investimento a lungo termine<sup>10</sup>. Pertanto alla definizione dello strumento ritenuto più adatto a veicolare le risorse verso questa tipologia di investimenti si accompagna un'azione volta ad incentivare l'interesse degli investitori istituzionali. In questa direzione è orientata la revisione di Solvency II, entrata in vigore il 2 aprile 2016, con la previsione di ridurre i requisiti di capitale delle imprese di assicurazione che finanziano progetti infrastrutturali. Per gli operatori un primo passo verso un più esteso intervento che dovrebbe modificare le distorsioni allocative verso investimenti a breve termine che ancora caratterizzano la regolamentazione degli intermediari. Tra le misure auspiccate quelle volte a rivedere lo schema di valutazione dei rischi della Solvency II, oggi incentrato sull'orizzonte temporale di un anno. Sempre con riferimento alle imprese di assicurazione altrettanto distorsiva è considerata la valutazione contabile ai valori di mercato che riduce la convenienza a detenere le attività a più lungo termine in periodi di accentuata variabilità dei mercati. Sul versante degli incentivi agli investitori sarà inoltre rilevante poter introdurre incentivi fiscali che favoriscono impieghi meno liquidi e con elevato impatto sulla crescita economica<sup>11</sup>.

All'attenzione crescente dedicata agli investimenti alternativi gestiti dagli investitori istituzionali non corrisponde tuttavia un'adeguata classificazione statistica che consenta di disaggregare in modo omogeneo la categoria delle "Altre attività" che compongono il portafoglio dei gestori. In particolare non è possibile individuare le forme di investimento ritenute a maggiore impatto sullo sviluppo delle imprese e dell'economia, quali ad esempio gli interventi di *private equity* o quelli di natura infrastrutturale.

Un ordine di grandezza degli investimenti alternativi a livello mondiale è ricavabile dalla *survey* realizzata da Willis Towers Watson (2016) che riporta statistiche relative alle principali tipologie di attività e di gestori. Il

---

<sup>8</sup> Sulle prospettive della *Capital Markets Union* si veda il contributo di Véron e Wolff (2015).

<sup>9</sup> Si veda EFAMA, 2015

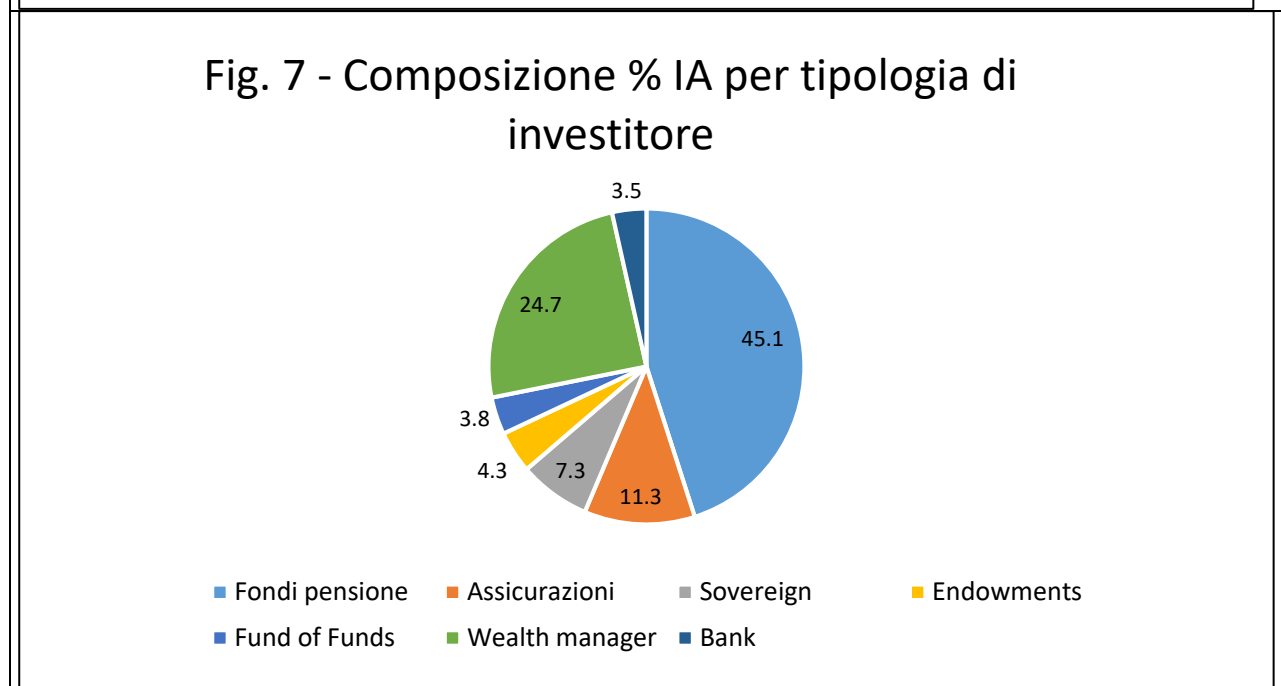
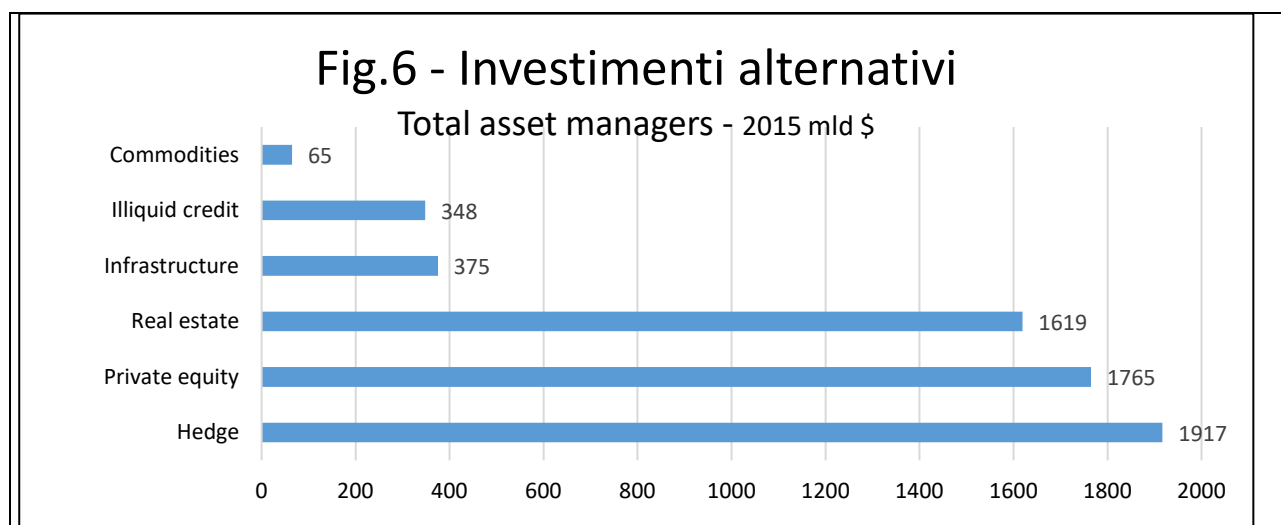
<sup>10</sup> Cfr. Commissione europea (2013)

<sup>11</sup> Circa gli effetti della regolamentazione sugli investimenti a lungo termine si veda World Economic Forum, 2015. Con riferimento all'impatto della regolamentazione sulle imprese di assicurazione si vedano i contributi di Focarelli (2017) e Persaud (2015).

totale degli investimenti alternativi in essere a fine 2015 è stimato in 6 mila mld. di dollari, un valore che rappresenta circa l'8% del totale degli *asset under management*<sup>12</sup>.

Come evidenzia la Figura 6 la componente più importante degli investimenti classificati come alternativi è rappresentata dai fondi *hedge* le cui caratteristiche di flessibilità di gestione non li rendono qualificabili come categoria a supporto di investimenti a lungo termine. Più coerenti con l'identificazione di strategie di investimento per lo sviluppo sono le attività rappresentate dalle partecipazioni in società non quotate (*private equity*) o gli investimenti di tipo immobiliare (*real estate*) o infrastrutturale.

Coerentemente con l'indirizzo che individua nella gestione a carattere previdenziale-assicurativa quella più idonea a sostenere investimenti con logiche di lungo periodo, la composizione degli investimenti alternativi dà evidenza del ruolo determinante svolto dai fondi pensione e dalle imprese di assicurazioni che in questo comparto dell'AM occupano una quota di circa il 75% del totale (Fig.7).



Fonte: Willis Towers Watson, 2016

<sup>12</sup> La stima degli AUM a livello mondiale relativa al 2014, riportata in Walter (2016), è di 74 mila mld. di dollari. Stime analoghe sono quelle riportate in Haldane (2014).

#### 4. Banche europee e Asset Management

L'evoluzione dell'*asset management* messa in evidenza nei precedenti capitoli riflette sia le trasformazioni intervenute nella domanda di prodotti finanziari, con particolare riferimento alle componenti previdenziali e assicurative, sia le politiche di offerta degli intermediari. Tra questi, nella gran parte dei paesi europei, i gruppi bancari rappresentano le *parent companies* dominanti dell'AM (con alcune eccezioni rilevanti quali UK e Francia)<sup>13</sup> grazie alla stretta integrazione delle fabbriche prodotte con la diffusa rete distributiva.

Nel periodo che fa seguito alla crisi finanziaria il ruolo delle banche nell'industria del risparmio gestito sembra assumere una rinnovata valenza strategica nell'ambito della revisione dei modelli di business.

In questa direzione spingono peraltro gli orientamenti della regolamentazione dei requisiti di capitale, di liquidità e di contenimento del grado di *leverage* che portano a sviluppare un tipo di intermediazione a minore assorbimento di risorse finanziarie, privilegiando forme di raccolta indiretta.

La recente letteratura sui modelli di business, così come quella ben più consolidata relativa alla diversificazione dell'attività bancaria<sup>14</sup>, nella prevalenza degli studi condotti sulle banche dei principali sistemi finanziari perviene a conclusioni favorevoli ad un ampliamento dell'attività bancaria oltre i confini dell'intermediazione creditizia. I benefici della diversificazione in termini di riduzione dei rischi e di una maggiore redditività vanno peraltro analizzati in relazione alle diverse aree di attività. Così con riferimento ai servizi dell'intermediazione mobiliare è opportuno valutare l'impatto sulla *performance* che deriva dall'operare in aree caratterizzate da un diverso livello, composizione e variabilità dei ricavi.

Tra questi servizi quelli collegati all'AM sono generalmente caratterizzati per la maggiore stabilità dei volumi e delle commissioni. Tuttavia poche sono le analisi empiriche in grado di valutare l'impatto sulla *performance* delle banche di una diversificazione nei servizi dell'AM. Ciò in ragione della scarsa disponibilità di informazioni contabili circa i risultati ottenuti attraverso la gestione delegata del risparmio e la distribuzione dei prodotti ad essa collegati.

In questa parte del lavoro si propone un approfondimento sui grandi gruppi bancari europei finalizzato a valutare come i ricavi da attività collegate all'AM influenzino alcune principali misure di *performance* espresse in termini di indicatori di redditività anche aggiustata per il rischio. L'obiettivo ultimo è portare evidenza delle ragioni di economicità che spingono le banche a promuovere lo sviluppo dell'AM con ciò allineando gli indirizzi strategici alle tendenze di fondo riscontrate dal lato della domanda di prodotti del risparmio gestito.

Dopo aver descritto il *dataset* utilizzato e le principali variabili contabili e di mercato utilizzate per l'analisi econometrica si riportano i principali risultati della stima, svolgendo alcune considerazioni sulla rilevanza economica delle strategie di diversificazione bancaria nell'AM.

##### *Le misure di performance*

Nell'analisi empirica si utilizzano due misure contabili di *performance*: il *Return on Average Equity* (ROAE) calcolato come rapporto tra il risultato netto e il patrimonio netto e il *Return on Average Asset* (ROAA) dato dal rapporto tra il risultato netto e il totale attivo di bilancio. Come in altri contributi<sup>15</sup> per correggere queste misure per la volatilità si sono introdotte le variabili SHROAE e SHROAA calcolate come rapporto tra la misura contabile di *performance* su base annua di volta in volta considerata e la *standard deviation* dello stesso indicatore rilevato sull'intero orizzonte temporale di disponibilità dei dati. Analiticamente:

---

<sup>13</sup> Cfr. EFAMA, 2016

<sup>14</sup> Per una recente rassegna della letteratura si veda Cosma et al., 2016.

<sup>15</sup> Tra gli altri, si segnalano Stiroh (2004a e 2004b) e Chiorazzo et al. (2008).

$$\text{SHROAE}_{i,t} = \frac{\text{ROAE}_{i,t}}{\sigma\text{ROAE}_i} \quad \text{SHROAA}_{i,t} = \frac{\text{ROAA}_{i,t}}{\sigma\text{ROAA}_i}$$

dove  $\text{SHROAE}_{i,t}$  indica l'indice ROAE corretto per il rischio della  $i$ -esima banca nel  $t$ -esimo periodo e  $\text{SHROAA}_{i,t}$  l'indice ROAA corretto per il rischio della  $i$ -esima banca nel  $t$ -esimo periodo.

Accanto a queste misure di matrice contabile si è introdotta un'ulteriore misura di *performance* collegata alla valutazione di mercato finanziario. Si è scelto il PBV (*Price-to-book-value*) come indicatore utilizzato per misurare la valutazione borsistica delle banche<sup>16</sup> (). Al pari di altri quozienti di borsa mette in relazione la quotazione di mercato dell'azione con un dato di bilancio: nel caso di specie con il valore di libro dell'azione, cioè il suo valore in termini di capitale netto per azione.

#### *Le fonti di ricavo*

Sono individuate 4 componenti di redditi derivanti dall'attività di intermediazione creditizia e dai servizi erogati, tutte espresse in termini di totale delle attività intermedie.

La prima – INT – misura il rapporto tra margine di interesse (INT) e totale attivo consolidato (TA). E' questa una variabile che viene spesso utilizzata dalla letteratura empirica più consolidata<sup>17</sup> [] quale proxy dei risultati dell'attività più tradizionale svolta dalla banca.

La seconda componente di ricavo – AM – è calcolata rapportando le commissioni nette di gestione derivanti dall'attività di *asset management* (COMM.GEST.) al totale attivo di bilancio (TA). In particolare, nell'ambito dell'aggregato commissioni nette sono state isolate le commissioni di gestione. Pertanto nel presente contributo si valutano il ruolo delle sole componenti di gestione mentre vengono escluse le commissioni di collocamento titoli che rappresentano i ricavi della distribuzione bancaria di prodotti gestiti e di polizze vita. Pertanto si dà evidenza del solo momento produttivo e non anche di quello distributivo collegato alle attività di risparmio gestito.

La terza componente – COMM – misura l'incidenza delle altre commissioni nette (ALTRE COMM.), ulteriori rispetto a quelle collegate all'attività di *asset management*, sul totale attivo di bilancio (TA). Tale variabile include tanto le commissioni bancarie collegate all'attività più tradizionale svolta dalla banca (es: commissioni di tenuta e gestione di c/c, commissioni su garanzie rilasciate, su servizi di incasso e pagamento, ecc.) quanto commissioni riferite all'operatività sui mercati finanziari (es: commissioni sulla negoziazione di strumenti finanziari e valute, sulla custodia e amministrazione titoli, sull'attività di collocamento titoli e raccolta di ordini, ecc) e alla distribuzione di prodotti di terzi.

Infine, l'ultimo flusso reddituale – TRADING – valuta l'incidenza del risultato netto dell'attività di negoziazione (NEG) sul totale attivo di bilancio.

#### *Le variabili di controllo*

Le ulteriori variabili impiegate nella stima riguardano i profili dimensionali, di capitalizzazione, di rischiosità e di efficienza operativa delle banche. Si tratta di variabili di controllo che, unitamente a quelle di composizione, incidono sulla *performance* realizzata. Inoltre per tenere conto delle diverse fasi che hanno contraddistinto il periodo in esame (2006-2015) si è utilizzata una variabile dummy per cogliere l'impatto delle fasi di maggiore intensità della crisi finanziaria.

La dimensione della banca è espressa dal logaritmo naturale del totale attivo. La variabile utilizzata è  $\ln(\text{Totale attivo})$  – SIZE. Quale proxy del grado di capitalizzazione si è utilizzato l'indicatore patrimonio netto rapportato

<sup>16</sup> Calomiris e Nissim (2014).

<sup>17</sup> Stiroh (2004a e 2004b), Lepetit et al. (2008).



al totale attivo – E\_TA. Per valutare il rischio di credito si è utilizzato il rapporto tra gli accantonamenti per perdite su crediti e i prestiti netti – LLP. Per cogliere la relazione tra efficienza economia e performance è stato impiegato l'indicatore costi operativi su margine di intermediazione – COST-INCOME. Data la specificità del periodo analizzato, 2006-2015 si è aggiunta una variabile in grado di cogliere l'effetto del break strutturale collegato alle due crisi che si sono susseguite nel corso del periodo. L'effetto della crisi finanziaria e della crisi del debito sovrano viene colto introducendo una variabili dummy posta pari a uno per gli anni che vanno dal 2008 al 2012 e uguale a zero diversamente.

#### Il modello econometrico

Al fine di misurare il legame tra tipologie di fonti di ricavo e *performance*, anche aggiustata per il rischio, si stima un modello panel a effetti fissi in cui le variabili dipendenti alternativamente utilizzate sono  $Y = [ROAE, SHROAE, ROAA, SHROAA, PBV]$ :

$$y_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 MINT_{i,t} + \beta_2 AM_{i,t} + \beta_3 COMM_{i,t} + \beta_4 TRADING_{i,t} + \sum_{s=5}^9 \beta_s \lambda_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

dove  $i$  identifica l'osservazione del singolo gruppo bancario appartenente al campione ( $i = 1, 2, 3, \dots, 32$ );  $t$  esprime la variabile tempo ( $t = 2006, \dots, 2015$ );  $\beta_s$  sono i parametri da stimare,  $\lambda$  è la matrice delle variabili di controllo. La costante è indicata con  $\alpha_{i,t}$  e l'errore con  $\varepsilon_{i,t}$ .

#### Il campione di banche

L'analisi è condotta su di un campione aperto di banche quotate europee nell'arco temporale 2006-2015. Il campione è stato costruito selezionando, tramite la banca dati SNL Financials, i gruppi bancari quotati europei con totale attivo consolidato a fine 2015 superiore a 50 miliardi di dollari.

Per definire la rilevanza delle commissioni di *asset management* e isolarle dalle altre componenti occorre disporre di informazioni disaggregate sulla natura dei ricavi da commissioni. Pertanto, i dati di natura contabile di fonte SNL Financials sono stati completati con informazioni tratte dalla nota integrativa consolidata dei singoli gruppi bancari. La difficoltà ad acquisire informazioni più granulari e tra loro comparabili sul *business mix* delle banche ha condizionato la numerosità finale del campione (Tab. 2).

Il numero di banche varia da un minimo di 25 nel 2006 a un massimo di 30 nel 2015. Il panel non bilanciato è formato da 279 osservazioni banca/anno. Al fine di eliminare eventuali *outlier*, tutte le variabili sono state sottoposte ad un procedimento di *winsorizzazione* all'1%.

**Tabella 2 – Il campione di banche**

Paese	Banca	TA medio (MLD euro)
Austria	Erste Group Bank AG	198.0
Austria	Raiffeisen Bank International AG	112.8
Danimarca	Danske Bank A/S	440.8
Francia	BNP Paribas	1,902.1
Francia	Crédit Agricole S.A.	1,545.7
Francia	Société Générale SA	1,160.3
Germania	Commerzbank AG	638.7
Germania	Deutsche Bank AG	1,824.1
Irlanda	Allied Irish Banks plc	156.8
Italia	Gruppo Monte dei Paschi di Siena	201.5
Italia	Banca popolare dell'Emilia Romagna	57.0

Italia	Banca Popolare di Milano SCaRL	47.9
Italia	Banco Popolare - Società Cooperativa	127.6
Italia	Intesa Sanpaolo	639.4
Italia	Mediobanca SpA	68.4
Italia	UniCredit SpA	915.3
Italia	Unione di Banche Italiane Scpa-UBI Banca	123.9
Paesi Bassi	ING Groep NV	1,164.2
Polonia	Powszechna Kasa Oszczednosci Bank Polski SA - PKO BP SA	43.0
Spagna	Banco Popular Espanol SA	132.4
Spagna	Banco Santander SA	1,136.8
Spagna	Bankinter SA	54.2
Svezia	Nordea Bank AB (publ)	562.9
Svezia	Svenska Handelsbanken	244.9
Svezia	Swedbank AB	194.2
Svizzera	Credit Suisse Group AG	777.3
Svizzera	Julius Baer Group Ltd	51.4
Svizzera	UBS Group AG	860.6
Regno Unito	Barclays Plc	1,720.4
Regno Unito	HSBC Holdings Plc	1,864.2
Regno Unito	Royal Bank of Scotland Group Plc (The)	1,411.7
Regno Unito	Standard Chartered Plc	499.7

Le banche del campione hanno caratteristiche diverse per dimensioni e peso delle varie aree di business (attività creditizia tradizionale, trading, asset management, advisory, intermediazione mobiliare).

La Tabella 3 riporta le statistiche descrittive relative al campione dei gruppi bancari analizzati. La dimensione media in termini di totale attivo è pari a oltre 652 miliardi con una certa variabilità; il totale attivo varia da un minimo di 43 miliardi ad un massimo di 1,900 miliardi.

Tabella 3- I risultati dell'analisi descrittiva

	N	media	min	mediana	max	sd
INT=MINT/TA	279	1.49	0.63	1.49	3.64	0.71
AM=COMM.GEST/TA	279	0.16	0.01	0.12	1.09	0.20
COMM=ALTRE COMM./TA	279	0.59	0.13	0.52	1.41	0.32
TRADING=NEG/TA	279	0.19	-0.03	0.17	0.53	0.15
MINT/MINTER	279	59.17	22.26	60.23	81.85	11.28
TOTALE COMMISSIONI/MINTER	279	29.37	18.72	28.77	59.00	8.51
COMM.GEST/MINTER	279	6.86	0.26	5.58	37.89	6.64
ALTRE COMM/MINTER	279	22.68	10.45	23.65	32.33	6.25
NEG/MINTER	279	7.98	-2.11	6.23	23.14	6.52
COMM.GEST/TOTALE COMMISSIONI	279	22.00	1.07	21.02	65.15	14.74
TA [MLD euro]	279	652	43	441	1,900	622

dove MINT: margine di interesse; COMM.GEST: commissioni nette di gestione; ALTRE COMM.: totale commissioni al netto delle commissioni di gestione; NEG: risultato netto dell'attività di negoziazione; TOTALE COMMISSIONI: tale commissioni nette; MINTER: margine di intermediazione; TA: totale attivo.

Le differenze nelle strategie operative possono essere identificate sulla base dell'incidenza delle diverse componenti di ricavo sul margine di intermediazione (MINTER). In media, il 59.17% dei ricavi deriva da attività tradizionali; segue la componente commissionale (29.37%) e da ultimo, il risultato netto delle operazioni finanziarie (7.98%). Da rilevare che le commissioni su prodotti di risparmio gestito contribuiscono in media per il 22.0% alla formazione dell'aggregato commissioni nette complessive. L'elevata volatilità che caratterizza questo indicatore segnala che il campione di banche qui analizzato presenta un diverso orientamento all'attività di *asset management*, in alcuni casi assolutamente significativo e preponderante nella formazione della componente commissionale. Le tre banche svizzere (UBS Group AG, Julius Baer Group Ltd, Credit Suisse Group AG) si confermano come fortemente orientate al risparmio gestito; soprattutto per UBS Group AG e Julius Baer Group Ltd, l'incidenza delle commissioni supera il 55% e il 60% rispettivamente del margine di intermediazione e del totale delle commissioni nette.

La Tabella 4 riporta i risultati dell'analisi panel condotta sull'intero periodo di disponibilità dei dati.

Tabella 4 – Risultati analisi panel – intero periodo

	(1) ROAE	(2) SHROAE	(3) ROAA	(4) SHROAA	(5) PBV
Costante	2.015*** (0.550)	54.063*** (6.957)	0.070** (0.032)	45.141*** (6.970)	26.844*** (3.875)
INT	-1.724 (1.651)	-51.971** (20.898)	0.008 (0.096)	-34.478* (20.936)	-20.756* (11.638)
AM	15.094** (6.394)	157.375* (80.915)	1.135*** (0.372)	157.806* (81.062)	171.372*** (45.063)
COMM	3.168 (3.681)	-12.000 (46.585)	0.326 (0.214)	-9.589 (46.669)	30.170 (25.944)
TRADING	1.030 (1.880)	33.408 (23.793)	-0.080 (0.109)	32.608 (23.836)	6.797 (13.251)
SIZE	-0.090*** (0.027)	-2.582*** (0.339)	-0.003** (0.002)	-2.158*** (0.340)	-1.310*** (0.189)
COST-INCOME	-0.301*** (0.030)	-2.018*** (0.381)	-0.019*** (0.002)	-2.163*** (0.381)	0.159 (0.212)
E_TA	0.693* (0.367)	1.898 (4.646)	0.105*** (0.021)	10.493** (4.654)	-1.690 (2.587)
LLP	-6.720*** (0.439)	-54.530*** (5.551)	-0.426*** (0.026)	-52.606*** (5.561)	-12.705*** (3.091)
dummy_crisi	-0.003 (0.007)	-0.014 (0.091)	0.000 (0.000)	-0.042* (0.091)	-0.284*** (0.051)
Osservazioni	279	279	279	279	279
Numero di banche	32	32	32	32	32
Adj. R-squared	0.653	0.484	0.705	0.484	0.406

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

I risultati della Tabella 4 consentono di verificare l'esistenza di una relazione positiva tra sviluppo delle commissioni di gestione e misure di *performance*. L'analisi di regressione segnala che tra le diverse componenti di ricavo, le commissioni di gestione risultano la variabile più significativa nello spiegare la performance valutata sia su metriche contabili sia di mercato finanziario. Inoltre occorre evidenziare che l'effetto positivo si ha sulla redditività sia in termini assoluti (ROAE e ROAA), sia tenendo in considerazione la

volatilità (SHROAE e SHROAA). Nessuna relazione significativa appare invece caratterizzare la relazione tra *performance* e altre tipologie di commissioni e il risultato da attività di trading. Con riferimento alle variabili di controllo, queste confermano i segni attesi e più volte indicati dalla letteratura empirica sul tema.

I risultati della regressione giustificano sotto il profilo dei risultati economici l'orientamento delle grandi banche verso l'*asset management* caratterizzandosi questa come un'area di attività in grado di contribuire positivamente sulla redditività anche stabilizzandola.

La significatività della dummy crisi suggerisce che la *performance* è stata influenzata, come da attese, dal break strutturale. Per questa ragione, al fine di indagare se il ruolo delle diverse componenti impatti diversamente sulla redditività a seconda delle diverse condizioni di mercato, l'analisi precedente è stata riproposta suddividendo il campione complessivo in due sotto-periodi di analisi. Il periodo di crisi racchiude gli anni dal 2008 al 2012, mentre il periodo non di crisi gli anni 2006, 2007, 2013, 2014 e 2015.

Tabella 5 – Risultati analisi panel – Crisi vs No crisi

	No Crisi ROAA	No Crisi SHROAA	No Crisi PBV	Crisi ROAA	Crisi SHROAA	Crisi PBV
Costante	0.084** (0.037)	44.544*** (10.471)	30.745*** (5.726)	0.048 (0.072)	32.280** (12.867)	15.941*** (5.033)
INT	0.172 (0.118)	-0.211 (33.408)	7.962 (18.270)	0.033 (0.164)	-25.167 (29.455)	-34.533*** (11.522)
AM	0.510 (0.360)	155.358* (101.663)	195.790*** (55.597)	1.471* (0.925)	207.662 (166.328)	165.066** (65.061)
COMM	0.362* (0.230)	-12.687 (65.001)	2.368 (35.547)	-0.064* (0.452)	-46.327 (81.291)	-22.987 (31.798)
TRADING	0.276* (0.153)	40.819 (43.358)	25.783 (23.711)	-0.253 (0.165)	40.458 (29.602)	19.514* (11.579)
SIZE	-0.004* (0.002)	-2.001*** (0.518)	-1.434*** (0.283)	-0.002 (0.003)	-1.568** (0.628)	-0.817*** (0.246)
COST-INCOME	-0.024*** (0.004)	-5.154*** (1.049)	-1.624*** (0.574)	-0.017*** (0.002)	-1.728*** (0.438)	-0.547*** (0.171)
E_TA	0.054** (0.027)	-7.654 (7.502)	-12.734*** (4.103)	0.180*** (0.039)	27.434*** (6.935)	15.945*** (2.713)
LLP	-0.515*** (0.034)	-57.687*** (9.559)	-20.318*** (5.228)	-0.382*** (0.052)	-56.988*** (9.278)	5.843 (3.629)
Osservazioni	141	141	141	138	138	138
Numero di banche	32	32	32	30	30	30
Adj. R-squared	0.798	0.506	0.519	0.526	0.354	0.278

La Tabella 5 segnala che le commissioni di gestione hanno dato un contributo positivo anche nel periodo di crisi risultando la componente di commissioni più valorizzata dal mercato in termini di impatto sul PBV.

La relazione tra commissioni di gestione e *performance* è stata ulteriormente approfondita attraverso l'introduzione degli effetti di interazione con la variabile dimensionale (Tab. 6).

Tabella 6 – Risultati analisi panel – Il ruolo della dimensione

	(1) ROAE	(2) SHROAE	(3) ROAA	(4) SHROAA	(5) PBV
Costante	2.380*** (0.563)	56.863*** (7.184)	0.087*** (0.033)	46.487*** (7.223)	30.136*** (3.934)

INT	-1.226 (1.645)	-48.155** (20.996)	0.031 (0.096)	-32.644 (21.111)	-16.270 (11.498)
AM	-149.490** (65.957)	-1,103.919 (841.704)	-6.404* (3.858)	-448.341 (846.329)	-1,311.239*** (460.954)
COMM	2.105 (3.665)	-20.148 (46.776)	0.278 (0.214)	-13.505 (47.033)	20.592 (25.616)
TRADING	1.053 (1.859)	33.582 (23.730)	-0.079 (0.109)	32.692 (23.860)	7.002 (12.995)
SIZE	-0.110*** (0.028)	-2.736*** (0.353)	-0.004** (0.002)	-2.232*** (0.355)	-1.492*** (0.194)
COST-INCOME	-0.302*** (0.030)	-2.030*** (0.380)	-0.019*** (0.002)	-2.169*** (0.382)	0.144 (0.208)
E_TA	0.925** (0.375)	3.675 (4.782)	0.116*** (0.022)	11.347** (4.808)	0.399 (2.619)
LLP	-6.625*** (0.435)	-53.802*** (5.557)	-0.421*** (0.025)	-52.256*** (5.588)	-11.849*** (3.043)
SIZE X AM	8.877** (3.541)	68.033 (45.191)	0.407* (0.207)	32.695 (45.440)	79.970*** (24.749)
dummy_crisi	0.003 (0.007)	0.026 (0.095)	0.000 (0.000)	-0.024 (0.095)	-0.238*** (0.052)
Osservazioni	279	279	279	279	279
Numero di banche	32	32	32	32	32
Adj. R-squared	0.661	0.486	0.708	0.483	0.429

Con riferimento alla dimensione, i risultati suggeriscono che se la banca persegue una strategia di rafforzamento delle attività di *asset management* aumentando contestualmente la sua dimensione (SIZE x AM), la performance aumenta sia in termini assoluti (colonne 1 e 3), sia quando valutata in termini di PBV (colonna 5). Il cambiamento di segno della variabile AM individualmente considerata sembra suggerire che le commissioni di gestione impattino positivamente sulla performance non in senso assoluto ma principalmente per le banche di maggiori dimensioni. Quanto a dire che solo per le banche di maggiori dimensioni, il maggior orientamento/propensione all'*asset management* si riflette positivamente sulla *performance*. Da ricordare che in questo contributo le commissioni di gestione fanno riferimento al solo momento produttivo e non anche a quello distributivo. Il risultato potrebbe segnalare che solo a maggior dimensione corrisponde una maggiore capacità di gestire il momento produttivo del business.

#### 4. Conclusioni

Nell'ultimo decennio l'industria dell'*asset management* (AM) si è confermata la componente più dinamica dell'intermediazione finanziaria. La natura di lungo periodo di questa evoluzione è riconducibile all'azione di fattori strutturali riguardanti la domanda di prodotti e servizi, l'azione regolamentare volta a contenere i rischi del sistema finanziario e a sostenere scelte finanziarie a lungo termine, le politiche di offerta degli intermediari e in particolare delle banche.

Dal lato della domanda agiscono i cambiamenti demografici della popolazione e le trasformazioni dei sistemi previdenziali che influiscono sulle decisioni di risparmio e della sua allocazione. La domanda previdenziale è quella che spiega in maggiore misura i cambiamenti delle scelte finanziarie delle famiglie e che più contribuisce alla trasformazione dei circuiti di intermediazione in tutte le principali aree paese. La stessa evoluzione dei fondi comuni è collegata alla loro crescente presenza nei portafogli finanziari dei fondi pensione e delle imprese di assicurazione.

Un contributo allo sviluppo dell'AM è originato anche dalle scelte di finanziamento delle imprese che, nel periodo contrassegnato dalla crisi finanziaria, hanno accentuato la sostituzione dell'indebitamento bancario

con un maggiore ricorso al mercato dei capitali. L'evidenza relativa alla composizione finanziaria dei fondi e delle imprese di assicurazione nei principali paesi analizzati segnala spostamenti significativi nei flussi finanziari indirizzati alle imprese nella forma di aumenti di capitale e sottoscrizione di emissioni obbligazionarie.

La stessa regolamentazione degli intermediari, con la particolare enfasi sui requisiti di capitale e di liquidità imposti alle banche, ha offerto maggiori spazi per un ruolo degli *asset manager* sia nella raccolta del risparmio, sia nelle scelte di investimento a sostegno dell'economia.

Sempre sul versante regolamentare si è inoltre accentuata l'attenzione delle autorità per un risparmio in grado di sostenere gli investimenti finanziari con caratteristiche di lungo periodo. In questa direzione sono orientate le azioni finalizzate alla realizzazione della *Capital Market Union* che attribuisce ai fondi pensione e alle imprese di assicurazione un ruolo centrale nel promuovere investimenti alternativi caratterizzati da interventi nel capitale di rischio delle imprese e da finanziamenti a lungo termine.

Un ulteriore impulso ad accrescere l'area dei prodotti gestiti origina dalle strategie delle banche e dal modo in cui esse stanno modificando i modelli di *business* che avevano caratterizzato la fase espansiva e della diversificazione bancaria prima della crisi finanziaria. Complici le regole sempre più restrittive poste dalle autorità di vigilanza e una politica monetaria che ha compresso i margini dell'intermediazione raccolta-impieghi, si va delineando una rinnovata attenzione delle banche verso aree dell'intermediazione a minore assorbimento di capitale e in grado di meglio utilizzare la capacità distributiva.

L'analisi relativa ad un campione di grandi gruppi bancari europei segnala l'esistenza di una relazione positiva tra sviluppo delle commissioni di gestione e le diverse misure di *performance* utilizzate. Le fonti di ricavo che originano dall'AM risultano la variabile più significativa nello spiegare la performance valutata sia su metriche contabili, sia di mercato finanziario. I risultati suggeriscono inoltre che la diversificazione dell'attività bancaria nell'AM si accompagna ad economie di scala, così che solo a maggior dimensione sembra corrispondere una più efficiente capacità di gestire il momento produttivo del business.

I cambiamenti intervenuti nella composizione dei circuiti finanziari dei principali sistemi finanziari hanno importanti implicazioni sia in termini di allocazione delle risorse, sia per quel che riguarda la distribuzione dei rischi.

Gli effetti allocativi di un crescente ruolo della gestione delegata del risparmio si misurano con i vantaggi che possono derivare da una maggiore diversificazione dei portafogli finanziari degli investitori e, sul versante dei prenditori dei fondi, dalle maggiori possibilità offerte alle imprese di allargare il ricorso alle fonti di finanziamento di mercato. Tali vantaggi si accentuano quando nel trasferimento di risorse tra gli operatori finali prevalgono logiche di investimento/finanziamento a lungo termine.

Non vanno tuttavia sottovalutati i rischi che, con la gestione delegata dell'investimento, vengono trasferiti agli investitori finali. In primo luogo la maggiore diversificazione dei portafogli, motivata anche dalla ricerca di più elevati rendimenti in un contesto perdurante di bassi tassi di interesse, implica spostare le proprie scelte finanziarie verso le forme di investimento a maggiore rischiosità, come risulta evidente dal peso crescente assunto dalle azioni. Gli stessi prodotti previdenziali ed assicurativi si caratterizzano sempre più per il prevalere della componente finanziaria a scapito di quella in grado di preservare il rischio di variabilità delle prestazioni attese dall'investimento.

Una parte importante nel sostenere lo sviluppo dell'*asset management* sarà svolta dalla regolamentazione che, a livello europeo, vedrà alla prova, tra i diversi interventi, l'applicazione della UCITSV e l'introduzione della MIFID II. I miglioramenti in termini di trasparenza relativa alle diverse tipologie di prodotti finanziari e di controllo delle situazioni di conflitto di interesse che si determinano nelle diverse fasi in cui si articola la filiera produttiva/distributiva del risparmio gestito saranno determinanti nel conservare la fiducia degli

investitori; ciò in particolare in un contesto finanziario che nei prossimi anni si prevede meno favorevole. Come ha recentemente osservato il gestore di una grande *investment company* “The industry has had an extraordinary rise. A lot of the growth has been easy growth. The challenge is that clients weren’t being well served.”<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> Intervista a Ron O’Hanley, Financial Times, 6 maggio 2017

## **Bibliografia**

- Aramendia M., Lannoo K., 2012, Rethinking Asset management. From Financial Stability to Investor Protection and Economic Growth, Centre for European Policy Studies.
- Brighi P., Landi A., Lusignani G., 2004, L'evoluzione del risparmio gestito nei principali sistemi finanziari, in M. Onado (a cura di), Il risparmio gestito, Bancaria Editrice.
- Calomiris, C.W. and Nissim, D., 2014. Crisis-related shifts in the market valuation of banking activities. *Journal of Financial Intermediation*, 23(3), pp.400-435.
- Chiorazzo, V., Milani, C. e Salvini, F., 2008, Income Diversification and Bank Performance: Evidence from Italian Banks, in *Journal of Financial Services Research*, n. 33, pp. 181–203.
- Commissione Europea, 2013, Libro verde. Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea, COM (2013) 150 final, 25.3.2013.
- Commissione Europea, 2015, Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM (2015) 468 final, 30.09.2015.
- Commissione Europea, 2016, Capital Markets Union – Accelerating reforms, COM (2016) 601 final, 14.09.2016.
- Cosma S., Ferretti R., Gualandri E., Landi A. e V. Venturelli, 2016, I modelli di business delle banche: letteratura, nuove regole e implicazioni strategiche, *Bancaria*, n. 12, Dicembre.
- Di Battista, M.L., Venturelli V., Le strategie di diversificazione dei grandi gruppi bancari europei nell'asset management e nel private banking, 2004, in M. Onado (a cura di), Il risparmio gestito, Bancaria Editrice.
- European Fund and Asset Management Association (EFAMA), 2015, Asset Management in Europe, April.
- European Fund and Asset Management Association (EFAMA), 2016, Annual Report 2015.
- Focarelli D., 2017, Why Insurance Regulation is Crucial for Long-term Investment and Economic Growth?, LUISS, WP 1/17.
- Gallo, J. G., V. P. Apilado, e J. W. Kolari, 1996, Commercial bank mutual fund activities: Implications for bank risk and profitability, *Journal of Banking & Finance*, 20.10, pp. 1775-1791.
- Hagendorff J., 2014, Societal and economic impacts of the European asset management industry, EY, December.
- Haldane, A.G., 2014, The age of asset management? Speech at the London Business School, London, 4 April.
- IMF, 2015, The Asset Management Industry and Financial Stability, Global Financial Stability Report, April.
- IMF, 2016, The Insurance Sector – Trends and Systemic Risk Implications, Global Financial Stability Report, April.
- Investment Association, 2016, Asset Management in the UK 2015-16, The Investment Association Annual Survey.
- Landi A., Lusignani G., 2004, Il risparmio gestito nell'esperienza delle banche europee, Effetti sulla performance, in M. Onado (a cura di), Il risparmio gestito, Bancaria Editrice.
- Lepetit, L., Nys, E., Rous, P. e Tarazi, A., 2008, Bank income structure and risk: An empirical analysis of European bank, in *Journal of Banking & Finance*, n. 32, pp. 1452–1467.
- OECD, 2016, Pension Funds in Figures, June.
- Oxera, 2016, The contribution of asset management to the UK economy, July.
- Pardo C., Valli T., 2015, Role des sociétés de gestion dans le financement de l'économie de la zone euro: changement de paradigme?, *Revue d'économie financière*, juin, n.118.



Persaud A., 2015, How Not to Regulate Insurance Markets: The Risks and Dangers of Solvency II, Peterson Institute for International Economics, April.

Stiroh, K., 2004a, Do community banks benefit from diversification?, in *Journal of Financial Services Research*, n. 25, pp. 135–160.

Stiroh, K., 2004b, Diversification in banking: Is non-interest income the answer?, in *Journal of Money, Credit and Banking*, n. 36 (5), pp. 853–882.

Véron N., Wolff G.B., 2015, Capital Market Union: a Vision for the Long Term, Bruegel Policy Contribution, April, n.5.

Walter I., 2015, The Industrial Organization of the Global Asset Management Business, CFA Institute Research Association.

Willis Towers Watson, 2016, Global Alternative Survey 2016, July.

World Economic Forum, 2015, Alternative Investments 2020, Regulatory Reform and Alternative Investments, October.



## CEFIN Short Notes

- 18 *Crescita, performance e fragilità economico-finanziaria delle imprese regionali: un'analisi del periodo 2009-14*, Ferretti R., Landi, A. e Venturelli, V. (Maggio 2017)
- 17 *I rischi dell'uscita dall'euro e dall'Unione Europea*, Marotta, G. (Aprile 2017)
- 16 *Motivazioni improbabili per l'innalzamento del tetto sull'uso del contante*, Marotta, G. (Novembre 2015)
- 15 *Uscita dall'euro: strumento adatto per quale obiettivo?*, Marotta, G. (Marzo 2015)
- 14 *Banche popolari e banche Spa: quale reazione agli aumenti di capitale?*, Ferretti, R. e Castelli, A. (Febbraio 2015)
- 13 *L'anatocismo tra nuove norme e vecchi problemi*, Cotterli S. (Gennaio 2015)
- 12 *Le financial transaction taxes e l'incidenza sui volumi negoziati: un'analisi empirica sull'Italia*, Calandrino, S. e Ferretti, R. (Settembre 2014)
- 11 *Il Key Investor Information Document*, Ferretti R. e Rubaltelli E. (Settembre 2012)
- 10 *Sostenibilità finanziaria e rischio politico degli schemi pensionistici a contribuzione definita: una prospettiva macroprudenziale*, Marotta G. (Giugno 2011)
- 9 *Economia e finanza nel settore metalmeccanico in provincia di Modena tra 2005 e 2008*, Poli E. (Giugno 2010)
- 8 *L'attention grabbing non funziona la domenica?*, Ferretti R. e Vignudini M. (Marzo 2010)
- 7 *Per una politica lungimirante del credito bancario: vincoli e condizioni*, Marotta G. (Giugno 2009).
- 6 *La pubblicità degli intermediari finanziari e gli effetti della crisi: alcune evidenze sul comportamento delle banche italiane*, Codeluppi V., Ferretti R. (Giugno 2009)
- 5 *Quanto vale essere il titolo della settimana?*, Ferretti R. (Marzo 2009)
- 4 *Il ruolo degli investitori retail nella performance a breve delle IPO italiane*, Ferretti R. (Febbraio 2008)
- 3 *Il rischio di longevità e la sua copertura: un'introduzione ai titoli mortality-linked*, Torricelli C, Loi G. (2007)
- 2 *Il credito al consumo: le caratteristiche dei messaggi pubblicitari*, Codeluppi V., Ferretti R. (Ottobre 2007)
- 1 *Fondi pensione ed equity risk premium*, Marotta G. (Giugno 2007)