

La crescita debole del risparmio gestito

di Marco Vitale

Quando nel 1983-84 collaborai con il Ministro del Tesoro Andreatta per l'elaborazione di un testo di legge che permettesse anche in Italia l'introduzione e lo sviluppo dei **fondi d'investimento aperti**, eravamo convinti che saremmo stati un successo. C'era stata l'esperienza dei fondi d'investimento lussemburghesi che dimostrava che il risparmiatore italiano era maturo per uscire dalla gabbia di stampo sovietico: depositi bancari o titoli di Stato, che lo stringeva dai tempi della nazionalizzazione dell'energia elettrica e dalla politica enunciata dall'onorevole Riccardo Lombardi di voler distruggere la borsa italiana. Riprendemmo allora uno schema di disegno di legge messo a punto a metà degli anni '60 da un gruppo di lavoro (al quale parteciparono, tra quelli che ricordo, Isidoro Albertini, Urbano Aletti, Ettore Fumagalli) la cui costituzione era stata sollecitata dall'onorevole Berlanda, per proporre, con urgenza, un disegno di legge ad hoc. E, invece, per venti anni quel lavoro rimase insabbiato soprattutto grazie al potente **lavoro di interdizione delle lobby del sistema bancario**, che vedevano l'innovazione come un pericolo alla loro posizione monopolistica.

Tuttavia nel 1984 se eravamo convinti di un successo (dopo che Andreatta, con una specie di colpo di mano parlamentare, riuscì finalmente a far passare il provvedimento) non pensavamo che il successo sarebbe stato così significativo. La legge italiana fu una **buona legge**, i fondi italiani partirono bene, dando rapidamente buona soddisfazione ai ri-

sparmiatori, in tempi relativamente brevi si creò una buona classe di gestori, abusi e malversazioni furono, e sono, a lungo rimasti ad un livello straordinariamente bassi in un paese come l'Italia dominato dagli imbroglioni. Anche oggi il **livello di correttezza** della gestione dei fondi italiani regge bene il confronto con quelli di paesi più titolati. Il quadro si è andato poi arricchendo, sicché oggi non parliamo più solo dei fondi ma, più correttamente, parliamo dell'industria del risparmio gestito. Se guardiamo all'industria del risparmio gestito nel suo complesso dobbiamo dire che essa è **in declino** da una decina di anni. La ragione ultima di ciò risiede nell'abbraccio asfissiante del sistema bancario che, dopo averne combattuto l'introduzione, forte della sua rete distributiva, ne è diventato protagonista e si è accaparrato, quasi completamente, il mercato. Se è vero che nel corso degli ultimi 20 anni la qualità della gestione professionale è senz'altro cresciuta all'interno delle società di *asset management* (malgrado gli effetti nefasti dell'introduzione dei *benchmark*), è altresì vero che è mancata una corrispondente crescita culturale della **parte commerciale**, in ambito bancario.

Ciò è conseguenza del semplice fatto che le banche non hanno mai compreso la vera natura dell'industria della gestione del risparmio e delle sue logiche di lungo periodo, ma l'hanno invece considerata come l'ennesimo prodotto da mettere sullo scaffale di offerta, buono per accrescere il loro più recente business di servizi finanziari, spesso rivolto a sod-

disfare le loro variabili esigenze di raccolta. Insomma, quella del risparmio gestito in Italia è un'industria giovane, ma da subito **minata nelle fondamenta**, con una profonda contraddizione dovuta alla sua dipendenza dalla distribuzione bancaria. La scriteriata distribuzione di **prodotti ad alto rischio** (fondi azionari) negli ultimi anni '90, associata all'immediatamente successivo crollo di borsa del 2000-2003, ha da allora allontanato i risparmiatori da quegli stessi prodotti: è infatti dal 2000 che non vi sono più sottoscrizioni nette di fondi azionari sulle reti bancarie.

La recente crisi finanziaria ed economica del 2008-2009 ha messo in crisi il sistema bancario ovunque. In Italia, così come in altri paesi europei, ciò ha portato ad ulteriori **imponenti deflussi** dai prodotti del risparmio gestito, guidati, oltre che dall'andamento negativo delle borse, anche dalle impellenti necessità di finanziamento delle banche, visto il prosciugarsi delle loro normali fonti di approvvigionamento. La caduta dei margini di intermediazione delle banche, la riduzione dei flussi di formazione del risparmio fa intravedere una realtà caratterizzata da una forte rivalità fra le varie forme di impiego del risparmio e quindi da contraddizioni molto forti nell'interno del sistema bancario.

Oggi siamo di fronte a un'**industria bloccata**, ancora quasi completamente nelle mani delle reti bancarie, che non è riuscita ad evolversi secondo il "copione" più normale di pochi "campioni" nazionali e di tante "boutique" del risparmio, che cercano di affer-

marsi con le loro performance e le loro capacità di gestione, distribuendo i prodotti tramite reti di **promotori finanziari indipendenti**. Qualcosa si muove in questo quadro, ma ancora ad una velocità molto bassa.

Nel frattempo, invece, procede rapidamente un processo involutivo del settore. Molte delle stesse Sgr di emanazione bancaria si ritrovano oggi con masse gestite ormai inadeguate per il loro modello generalista e per la loro struttura di costi. Ubi Pramerica (UBI), Anima (BPM), Prima (Monte Paschi), Aletti (Banco Popolare) e Arca non arrivano combinate a **100 miliardi di euro**. La realtà è che basterebbe circa il numero di persone di una sola di esse per gestire gli asset di tutte. A ben vedere, Anima è l'unica ad aver fatto un passo evolutivo, in quanto con il suo acquisto, la ex Bipiemme Gestioni si è arricchita di un'ampia rete di collocamento extra gruppo. I problemi non mancano anche ai due player principali, Eurizon (Intesa SanPaolo) e Pioneer (Unicredit), comunque troppo piccoli per essere degli efficienti campioni nazionali. L'atteggiamento ondivago di Intesa su Eurizon e il tentativo (fallito) di vendita di Pioneer da parte di Unicredit stanno lì a dimostrarlo.

Più stabile la situazione delle uniche tre Sgr quotate: Mediolanum, Azimut e Banca Generali, le uniche che posseggono una propria rete distributiva di promotori finanziari e tutte e tre accomunate dal fatto di avere masse in gestione non particolarmente ingenti (10-15 miliardi di euro). Dimostrazione, questa, che, a fronte di un'organizzazione efficiente e di un modello di business adeguato, il **problema dimensionale**, tanto sbandierato come il punto chiave, passa in secondo ordine. L'unico "inghippo", se mai, è che si tratta di player aggressivi, che sfruttano la loro forza commerciale e cioè il controllo della loro clientela per presentare ad essa, talora, un conto piuttosto salato.

La pressione di **Banca d'Italia** per una maggiore indipendenza delle Sgr (che va letta più sul fronte della distribuzione che



della gestione) la dice lunga sulla situazione.

Il problema è che una **vera indipendenza** si ottiene con il controllo dei propri clienti, che al momento rimangono delle banche. Non per niente come si ricordava prima, non ci sono Sgr quotate che non dispongano di una propria rete distributiva.

Posto quindi che le banche difficilmente regaleranno i propri clienti, l'unica speranza è in qualche forma di *"moral suasion"*, magari attraverso l'accelerazione da parte delle autorità di vigilanza di misure di **omogeneizzazione nelle modalità distributive** di tutti i prodotti bancari, che renda così evidente la "superiorità" del risparmio gestito, rispetto ad alternative molto più opache per il cliente anche se più lucrative, nel breve termine, per le banche. Il buon comportamento complessivo dei fondi comuni di investimento in un periodo così difficile come l'ultimo decennio dovrebbe esserne una prova sufficiente. Anche su questo c'è comunque da migliorare (come ammonisce la stessa Banca d'Italia): vista l'omogeneizzazione un po' al ribasso delle performance, causata dall'appiattimento sui famigerati benchmark. D'altro canto,

magra consolazione, ma l'**effetto "gregge"** non ha risparmiato né i fondi a gestione quantitativa, né gli hedge funds.

Nel frattempo, un segnale incoraggiante e non più rinviabile sarebbe quello di una **riforma del trattamento fiscale** dei prodotti di risparmio gestito, che ripristini la competitività dei fondi di diritto italiano con quelli di diritto estero. Su un altro versante, la normativa comunitaria Mifid spinge, o "costringe", le banche ad adottare il cosiddetto modello di consulenza nei rapporti con la clientela, cosa questa che dovrebbe obbligare le banche stesse ad una più attenta formazione dei suoi operatori, per garantire il rispetto dell'adeguatezza delle proposte di investimento, formulate ai propri clienti, e rafforzare l'indipendenza delle scelte.

Per il resto, è molto probabile che nel contempo prosegua la **razionalizzazione dell'industria**, attraverso altre aggregazioni (la fusione annunciata tra Prima e Anima va in quella direzione, malgrado motivazioni probabilmente diverse e di natura bilancistica-manipolatoria più che aziendale) da un lato, e dall'altro con la formazione di nuovi operatori indipendenti di nicchia.

Dopo il successo della legge del 1984, l'industria dei fondi è stata bloccata dalle reti bancarie