

Presentazione

Il presente volume, in ideale continuità rispetto a precedenti lavori dedicati ad economia e funzionamento della *securities exchange industry* e parzialmente debitore rispetto a più recenti contributi, analizza profili di redditività e valore relativi all'erogazione dei servizi di *asset management* (lato sensu) da parte delle *Società di Gestione del Risparmio* (SGR) e delle banche in Italia.

L'obiettivo di fondo del lavoro è quello di verificare in che misura le attività riconducibili all'*asset management* concorrano a definire redditività contabile ed economica dei principali attori della relativa catena del valore (SGR e banche).

Più in dettaglio con riferimento alle SGR mobiliari che istituzionalmente operano (quasi) esclusivamente nell'ambito della gestione del risparmio (*stricto sensu*) l'obiettivo è quello di quantificare redditività e valore delle masse gestite. Di interesse, in tale prospettiva, l'analisi del rapporto tra *Enterprise Value* e *Asset Under Management* e la distinzione, nella catena del valore dell'*asset management*, tra SGR captive ed indipendenti.

Con riferimento alle banche, partendo dalla constatazione empirica di come, nell'ultimo decennio, le commissioni da "gestione del risparmio" abbiano progressivamente assunto rilevante importanza rispetto al totale delle commissioni attive (in un contesto nel quale il rapporto tra *Asset under Management* (AuM) e *Risk-Weighted Assets* (RWA) è sensibilmente aumentato), il focus è rappresentato dalla (per quanto possibile) puntuale ricostruzione del contributo dell'attività di *asset management* alla complessiva redditività contabile e alla creazione di valore. In tale prospettiva, utilizzando approcci analitici connotati da diversa e crescente articolazione, interessante appare la distinzione tra banche (tradizionali) e banche rete. Si è inoltre cercato di approfondire (anche in relazione al recente progetto dell'euro digitale) il ruolo della funzione monetaria, incorporando esplicitamente tale dimensione nell'ambito dei modelli analitici.

L'erogazione dei servizi di investimento e la gestione collettiva del risparmio rientrano, come noto, tra le principali funzioni svolte dalla *securities industry* la cui catena del valore spazia dalla domanda di servizi d'intermediazione mobiliare al perfezionamento dello scambio (*inner industry*).

In Europa, il valore degli *Asset under Management* è costantemente aumentato nell'ultimo decennio; tale significativa crescita è riconducibile ad innumerevoli fattori anche connessi agli interventi (regolamentari e di politica monetaria) imposti dal contrasto alle crisi finanziarie.

In Italia sono i gruppi banco-assicurativi ad avere un ruolo cruciale nella produzione e distribuzione dei prodotti del risparmio gestito nell'ambito di un modello di business (ancora prevalente) nel quale il costo dei prodotti incorpora anche la remunerazione della rete e la distribuzione assorbe parte rilevante dei margini complessivamente generati.

In termini generali, lungo la catena del valore dell'asset management si sono registrati livelli di redditività contabile ed economica certamente significativi sia con riferimento alle SGR (soprattutto captive) che alle banche.

Tali (elevati) livelli di marginalità, non sempre coerenti con le performance dei portafogli gestiti e la qualità del servizio erogato, hanno senza dubbio contribuito ad accentuare l'interesse del *regulator* europeo rispetto a standard (minimi) nel servizio di consulenza e alla disciplina del c.d. *value for money*.

Da alcuni anni, tuttavia, l'industria dell'asset management è, come noto, interessata da importanti elementi di discontinuità strategica e normativa; sostenibilità, tecnologia e (rinnovata) attenzione al cliente, sembrano definire i dati di contesto e le direttrici dei nuovi modelli di business per produttori e distributori.

In un quadro regolamentare progressivamente più attento alla tutela dell'investitore, equilibrio e crescita nella catena del valore dell'asset management sostengono l'esigenza di maggiori livelli di efficienza economica ed operativa in un contesto, tuttavia, necessariamente connotato da più appetibili profili di costo-rendimento-rischio nelle scelte di *asset allocation* a beneficio della clientela *retail*.

La progressiva costante riduzione della leva finanziaria e della rischiosità degli investimenti ha ridotto significativamente l'ammontare delle masse intermedie dalle banche.

Negli anni di politica monetaria (ultra) espansiva, la drastica riduzione del margine d'interesse ha reso la tradizionale attività creditizia poco remunerativa forzando le banche a focalizzare il proprio modello di business su attività a basso assorbimento patrimoniale. In uno scenario caratterizzato dalla prospettiva riduzione del *Total Expense Ratio*, dal crescente orientamento verso prodotti passivi e dal rialzo dei tassi di interesse, gli equilibri economici di banche e SGR devono trovare, tuttavia, nuovi assetti.

Alla luce delle precedenti considerazioni di contesto, il volume di articola come segue.

Nel primo capitolo si presenta un inquadramento (certamente solo) introduttivo delle principali tematiche funzionali all'approfondimento degli equilibri di SGR e banche connessi all'erogazione dei servizi di gestione del risparmio. Particolare attenzione è riservata alla c.d. *Retail Investment Strategy* nell'ambito della quale il 24 maggio 2023 la Commissione Europea ha emanato la proposta legislativa denominata *Retail Investment Package* che, muovendo da specifiche criticità, si propone di riformare la disciplina degli incentivi e rafforzare il processo di *product governance* al fine di garantire un adeguato *value for money* alla clientela *retail*.

Il secondo capitolo si focalizza su redditività e valore degli asset manager con l'obiettivo di analizzare l'attitudine alla trasformazione dei margini in valore e, in

particolare, le determinanti del valore implicito nelle masse gestite. Si propone, a tal fine, un'applicazione empirica del modello alle SGR mobiliari italiane specializzate nella gestione dei fondi aperti e nell'erogazione di servizi di gestione su base individuale.

Nel terzo capitolo, dopo aver analizzato evoluzione e rilevanza dell'attività di asset management nell'ambito delle complessive combinazioni produttive delle banche italiane nell'ultimo decennio, si propongono alcuni semplici (ma progressivamente più completi) modelli al fine di valutare l'impatto di opportuni *driver* di prezzo e quantità su redditività e valore.

Il lavoro si colloca nell'ambito dell'attività di ricerca e didattica svolta negli ultimi anni presso le strutture del Dipartimento di Scienze Economiche e Statistiche dell'Università degli Studi di Udine. Ferma restando la mia esclusiva responsabilità, voglio formulare un ringraziamento ai colleghi con i quali ho avuto modo di confrontarmi e agli studenti dei corsi di laurea in *Banca e Finanza* ed *Economia Aziendale* che mi hanno aiutato a focalizzare i temi che costituiscono il nucleo centrale del lavoro.

MAURIZIO POLATO

Università degli Studi di Udine
luglio 2024

