

Risparmio Gestito, Fondi Comuni e SGR.

7 Novembre 2013

Economia e Gestione degli
Intermediari Finanziari

Eugenio Namor

Eugenio.namor@gmail.com

I temi della lezione

- Gli investitori istituzionali
- Fondi comuni di investimento, SICAV e SGR
- Le fonti regolamentari europee ed Italiane: MIFID, UCITS, TUF e Regolamenti
- *Benchmark*, tipi di gestione e la “biforcazione”
- Alcuni aspetti dell’industria europea dei fondi
- Evoluzione del risparmio gestito e dei fondi comuni in Italia
- I modelli di distribuzione
- Gli *economics* delle SGR
- Risparmio gestito: dalla crisi al recupero

- **Riferimenti Bibliografici**
- *Economia degli intermediari finanziari*, L. Nadotti, C. Porzio, D. Previati, McGraw-Hill 2010. Cap VIII

- **Websites**
 - www.assogestioni.it
 - www.efama.org
 - www.consob.it

I temi della lezione

- **Gli investitori istituzionali**
- Fondi comuni di investimento, SICAV e SGR
- Le fonti regolamentari europee ed Italiane: MIFID, UCITS, TUF e Regolamenti
- *Benchmark*, tipi di gestione e la “biforcazione”
- Alcuni aspetti dell’industria europea dei fondi
- Evoluzione del risparmio gestito e dei fondi comuni in Italia
- I modelli di distribuzione
- Gli *economics* delle SGR
- Risparmio gestito: dalla crisi al recupero

Cosa sono gli investitori istituzionali?

- **Istituzioni finanziarie** che gestiscono attività finanziarie **in forma collettiva** con **obiettivi specifici** in termini di rischio, rendimento e liquidabilità.
- Alcune caratteristiche principali:
 - “**risk pooling**” per i piccoli investitori, con **miglior profilo rischio-rendimento** di quello che si ottiene detenendo direttamente gli assets
 - **Diversificazione**
- Possono:
 - **gestire direttamente** le masse amministrate, oppure
 - darle **in delega di gestione** a un fund manager specializzato

Alcune Caratteristiche degli investitori istituzionali

- **Scadenze bilanciate tra attività e passività** per minimizzare il rischio di deflussi.
 - differenza sostanziale rispetto alle banche che gestiscono un rischio di trasformazione delle scadenze (no Asset Transformers, no Mary Poppins risk...)
 - Tuttavia sviluppo di investimenti illiquidi da parte di hedge funds e durante la crisi **problemi di liquidità** (“*side pockets*”...)
- Importanza della **dimensione**
 - Economie di scala
 - Capacità di negoziare ammontari rilevanti
 - Potere di negoziazione per ridurre costi di transazione ed accessori (fund administration e banca depositaria)

Tipi di investitori istituzionali (1)

- **Fondi Pensione** – investono fondi derivanti da contributi per far fronte ai futuri bisogni pensionistici dei beneficiari. Possono essere sponsorizzati dai datori di lavoro, o consistere in piani personali che tipicamente prendono la forma di contratti con compagnie vita. Nei mercati sviluppati sono tra i principali investitori di lungo termine
- **Compagnie d'assicurazione** – investono in vari modi e sotto varie forme. Quelle più rilevanti sono quelle associate alle assicurazioni sulla vita. Sono tipicamente degli investitori di lungo termine

Tipi di investitori istituzionali (2)

- **Fondi comuni d'investimento «tradizionali»** – hanno una politica di investimento altamente regolamentata e si distinguono da fondi pensione e assicurazioni perché offrono liquidità a breve mediante i riscatti. La loro asset allocation è fissata dal prospetto che determina le asset classes e l'universo investibile.
- **Hedge Funds** – investono in qualsiasi tipo di attività finanziaria e possono ricorrere liberamente tanto all'uso di **strumenti derivati**, quanto alla **leva finanziaria**, prescindendo dalla normativa sui fondi d'investimento. A differenza dei fondi comuni tradizionali il principale obiettivo degli HF è quello di realizzare una performance positiva a prescindere dalla direzione assunta dagli andamenti di mercato, (***absolute return***). In Italia **Fondi speculativi** Istituiti con il D.M.T. N 228 del 24 maggio 1999

Tipi di investitori istituzionali (3)

- **Fondi di Private Equity** – apporto di capitale azionario con ottica di medio-lungo termine a favore di imprese non quotate, con l’obiettivo dello sviluppo finalizzato al raggiungimento di una plusvalenza al momento del disinvestimento. Il diritto al rimborso viene riconosciuto solo a scadenze predeterminate e il numero di quote rimane fisso per tutta la durata dell’investimento. In Italia **Fondi di investimento chiusi** – istituiti con la legge n. 344 del 14 agosto 1993
- **Family Office** – organismi di natura privata che gestiscono gli investimenti per conto di singoli “ultra HNW”. Recentemente vari FO si sono aperti a gestire investimenti anche per conto di clienti al di fuori della famiglia. Contestualmente si sono sviluppati i “**multi family office**” che gestiscono pool di assets per vari investitori HNW, ma non tali da sostenere separatamente le spese di una struttura di gestione. In Italia **Sim di Consulenza**



LIUC Prodotti istituiti vs mandati di gestione

- Altra distinzione rilevante e' quella tra:
 - **Prodotti istituiti** – hanno identità giuridica e sono rappresentati da quote sottoscritte dai risparmiatori. Danno accesso in modo indifferenziato a una quota proporzionale di un portafoglio diversificato. I prodotti tipici sono i **fondi d'investimento**, le SICAV nonché i Fondi Pensione Aperti
 - **Gestioni in delega** – sono originati da un mandato di gestione individuale da un soggetto (mandante) a una società di gestione (mandatario). Il mandante detiene la titolarità diretta delle masse amministrative che vengono gestite per suo conto dal mandatario. I mandati possono originarsi sia da clienti retail e private (GPF, GPM in Italia), che da clienti istituzionali, quali i fondi pensione e le assicurazioni.
- Occorre distinguere tra i soggetti che possono **istituire** i prodotti e quelli che li possono **gestire** direttamente o in delega.
 - Per esempio e' tipico che alcuni istitutori di prodotti come i fondi pensione, diano poi in delega la gestione a società di gestione specializzate
 - Anche le società di gestione danno poi in delega la gestione di alcuni fondi comuni ad altre società di gestione.

I temi della lezione

- Gli investitori istituzionali
- **Fondi comuni di investimento, SICAV e SGR**
- Le fonti regolamentari europee ed Italiane: MIFID, UCITS, TUF e Regolamenti
- *Benchmark*, tipi di gestione e la “biforcazione”
- Alcuni aspetti dell’industria europea dei fondi
- Evoluzione del risparmio gestito e dei fondi comuni in Italia
- I modelli di distribuzione
- Gli *economics* delle SGR
- Risparmio gestito: dalla crisi al recupero

I fondi Comuni di Investimento

Origini e sviluppo

- Investitori istituzionali che investono per conto dei sottoscrittori in portafogli diversificati
- Il primo fondo comune e' stato lanciato negli USA da una società di Boston nel 1924.
- Offrono liquidità a breve emettendo nuove quote e le riscattano le quote in circolazione al valore di mercato su richiesta dei sottoscrittori
- Offrono agli investitori, anche piccoli una serie di benefici:
 - Possibilità di investire in un portafoglio diversificato di strumenti finanziari
 - Economie di scala
 - Costi di transazione relativamente minori
- Sono altamente regolamentati per la protezione dei sottoscrittori.
- Disciplinati per la prima volta in Italia con legge n.77 del 23 marzo 1983

Prospetto dei fondi d'investimento

- Il TUF impone che i gestori specifichino gli **obiettivi** e le **principali caratteristiche** dei propri fondi in un **prospetto informativo** che riporti informazioni circa:
 - a) **politica di investimento del fondo**, i.e. stili di gestione e *benchmark*; categorie dei titoli in cui il fondo potrà investire (universo investibile)
 - b) **modalità di negoziazione delle quote**, i costi a carico del fondo e dei soggetti partecipanti, le commissioni e le modalità con le quali possono essere sottoscritte le quote
 - c) **dati storici di rendimento e il rischio** del fondo, nonché i costi sostenuti.
- Attualmente viene pubblicata anche una versione di **Prospetto Semplificato** che può differire da paese a paese
- UCITS IV ha introdotto i “**Key Investor Informations**” (**KII**)



LIUC Diversi tipi di fondi comuni d'investimento

I fondi comuni italiani sono classificati in cinque principali macrocategorie a loro volte classificabili per la durata degli strumenti in cui investono (ma non per lo scopo dell'investimento):

1. Fondi a lungo termine

- 1. Fondi azionari** – investono in titoli azionari ordinari e privilegiati
- 2. Fondi obbligazionari** – investono in titoli di debito a reddito fisso
- 3. Fondi bilanciati** – investono in varie proporzioni sia in titoli azionari che obbligazionari
- 4. Fondi flessibili** – non e' prevista una composizione predeterminata delle categorie di strumenti finanziari detenuti. Tra i più diffusi i fondi **Absolute Return** e i cosiddetti fondi «**Newcits**»

2. Fondi monetari (o di liquidità o a breve termine)

- 5. Fondi monetari** – contengono in varie percentuali titoli del mercato monetario con scadenza inferiore ai 12 mesi



LIUC Diversi tipi di fondi comuni d'investimento

- Ogni macrocategoria si distingue per la percentuale minima e massima di investimento consentito e può essere suddivisa al suo interno in varie sottocategorie più specialistiche
- Assogestioni (www.assogestioni.it), l'associazione che raggruppa le SGR e gli operatori del risparmio gestito classifica in Italia le varie sottocategorie di fondi e criteri di appartenenza alle medesime

I soggetti del fondo d'investimento

- Secondo la normativa la struttura organizzativa di un fondo d'investimento prevede necessariamente la presenza di tre soggetti:
 - La **Società di Gestione del Risparmio (SGR)**
 - **L'insieme dei partecipanti** (ossia il fondo stesso)
 - **La banca depositaria**, alla quale e' affidato il compito di custodire gli strumenti finanziari e la liquidità del fondo, di accertare la legittimità degli ordini impartiti dalla SGR ed eseguirli
- Tale modello organizzativo offre la massima tutela ai risparmiatori e favorisce le funzioni di controllo grazie alla separazione delle funzioni

Le SGR. Definizioni e riferimenti regolamentari

- Le Società di Gestione del Risparmio (SGR) sono la principale forma di società di gestione del risparmio secondo l'ordinamento italiano, e l'unica abilitata alla istituzione e gestione dei fondi comuni.
- Infatti il **TUF (Art 33 comma 1)** stabilisce che “La prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio e' riservata:
 - a) Alle Sgr e alle Sicav
 - b) Alle società di gestione armonizzate... solo con riguardo a fondi comuni di investimento armonizzati;

Inoltre il Comma 2 sancisce che **le Sgr possono inoltre:**

- a) Prestare il servizio di **gestione di portafogli**
- b) Istituire e gestire **fondi pensione**
- e) Prestare il **servizio di consulenza** in materia di investimenti
- e-bis) **Commercializzare quote di OICR** propri o di terzi

Altre forme di investimento collettivo. Le SICAV

- SICAV (Società di Investimento a Capitale Variabile)
 - introdotte in Italia con il d.lgs. N. 84 del 25 gennaio 1992
 - società per azioni con un soggetto sociale esclusivo rappresentato dall'investimento collettivo del patrimonio raccolto presso il pubblico mediante l'emissione di proprie azioni
 - A differenza dei fondi comuni **l'investitore sottoscrive azioni anziché quote**. L'investitore è quindi un vero e proprio azionista della SICAV, e quindi attraverso il diritto di voto può intervenire nelle politiche di investimento e nella gestione della società
 - Per evitare confusione dei ruoli il legislatore distingue chiaramente le due figure del gestore e dell'investitore-azionista. Pertanto la gestione delle masse è affidata agli organi amministrativi eletti dall'assemblea o delegata a una SGR
 - Il capitale della società non è fisso ma varia in base a sottoscrizioni e rimborsi

I temi della lezione

- Gli investitori istituzionali
- Fondi comuni di investimento, SICAV e SGR
- **Le fonti regolamentari europee ed Italiane: MIFID, UCITS, TUF e Regolamenti**
- *Benchmark*, tipi di gestione e la “biforcazione”
- Alcuni aspetti dell’industria europea dei fondi
- Evoluzione del risparmio gestito e dei fondi comuni in Italia
- I modelli di distribuzione
- Gli *economics* delle SGR
- Risparmio gestito: dalla crisi al recupero

Le fonti regolamentari principali

Normativa Europea 	Normativa Italiana 
<p>UCITS III – due direttive adottate il 21/1/2002 finalizzate alla creazione di un “passaporto europeo” per fondi e società di gestione. Riguarda le attività delle SGR.</p>	<p>TUF - (d.lgs. N.58 del 24/2/1998, aggiornato nel 2003 e 2007). Unifica ed armonizza tutte le disposizioni dettate dalle diverse norme preesistenti.</p> <p>Regolamento Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio - Adottato il 14/05/2005, riguarda SGR, SICAV e OICR</p>
<p>UCITS IV - direttiva approvata il 13/1/2009, finalizzata alla creazione di un mercato interno più integrato ed efficiente</p> <p>Recepita in Italia dal D. Lgs 47 del 16/04/2012</p>	<p>TUF - (d.lgs. N.58 del 24/2/1998, aggiornato nel 2012).</p> <p>Regolamento Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio – Adottato l'8/5/2012, abroga e sostituisce il Regolamento del 14/05/2005. Riguarda le SGR, le SICAV e gli OICR</p> <p>Regolamento CONSOB emittenti – per KIID e prospetto (ultimo aggiornamento maggio 2012)</p>
<p>MIFID – in vigore dal 11/2007 riguarda SGR e SIM:</p> <p>a) In quanto intermediari, b) Per l'accesso ai mercati, c) Nell'avvalersi dei servizi di altri intermediari</p>	<p>TUF - (d.lgs. N.58 del 24/2/1998, aggiornato nel 2007).</p> <p>Regolamento congiunto Banca d'Italia e CONSOB. Adottato il 29/10/07 integra il Reg. Bankit. Riguarda banche, SIM, SGR, SICAV e OICR. Aggiornato il 8/05/2012 con recepimento della UCITS IV</p> <p>Regolamento CONSOB intermediari. decreto attuativo del TUF. Adottato in forma attuale il 29/10/07, ultimo aggiornamento del 9/5/2012. Riguarda banche, SIM, SGR e SICAV</p>

UCITS III

UCITS III – (*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*) e' costituito da due direttive EU adottate il 21 gennaio 2002:

- Direttiva 2001/107/EC (the “Management Directive”), e
- Direttiva 2001/108/EC (the “Product Directive”)

- Sostituiscono direttiva UCITS I del 1985 (85/611/CEE) che armonizzava le legislazioni nazionali in tema di OICVM e introduceva tra l'altro il concetto di «passaporto europeo» per i prodotti.

UCITS III

- UCITS III :

- a) **amplia il numero e tipo di OICVM** che possono ottenere il passaporto europeo
- b) **amplia l'universo investibile** in cui possono investire gli OICVM: a) strumenti di mercato monetario, b) quote di altri OIC, c) i depositi bancari, d) prodotti derivati su mercati regolamentati ed OTC sino al 100% del NAV
- c) Introduce il concetto di **passaporto europeo per le società di gestione** oltre che per gli OICVM
- d) **amplia il campo di azione delle società di gestione di fondi**, consente loro di condurre, oltre all'attività di gestione anche a) servizi di amministrazione e di commercializzazione in fondi, b) gestione in delega da investitori privati ed istituzionali, c) consulenza in investimenti e d) custodia di quote di OIC
- e) rafforza la **tutela degli investitori**
- f) **Ribadisce l'indipendenza** tra le società di gestione e di custodia

La Direttiva UCITS IV

- Il 13 gennaio 2009 il Parlamento Europeo ha approvato la **direttiva UCITS IV**, che riforma profondamente la normativa UCITS III e che e' stata **recepita in Italia** dal D. Lgs 47 del **16 aprile 2012**
- La direttiva UCITS IV:
 - costituisce un passo importante per la creazione di un mercato interno caratterizzato da una **maggiore integrazione ed efficienza**;
 - pone le basi per una profonda trasformazione del mercato europeo, innovando la disciplina in tema di passaporto del gestore, libertà di stabilimento e libera prestazione di servizi e creando i presupposti per il raggiungimento di maggiori economie di scala all'interno del settore.

UCITS IV: le maggiori novità

- **Passaporto dei gestore:** consente agli OICVM autorizzati in uno Stato Membro di essere gestiti da una *fund house* insediata in un altro Stato Membro e da questo autorizzata, purché siano soddisfatti alcuni requisiti.
- **Vigilanza del paese di origine:** le *fund houses* sono soggette alla **vigilanza prudenziale** dello Stato di origine, anche nel caso abbiano una sede in un altro Stato Membro. In tale caso la *fund house* deve rispettare le norme in materia di organizzazione poste dallo Stato Membro di origine. Le *fund house* devono invece osservare la disciplina dello Stato ospitante per gli OICVM gestiti, sia per quanto concerne la loro costituzione sia in relazione al loro funzionamento.
- **Armonizzazione delle procedure di fusione:** armonizzazione delle procedure di fusione, **riducendo gli oneri amministrativi** che gravano sui gestori che pongano in essere una fusione di fondi transfrontaliera.
- **Disciplina delle strutture *master-feeder*:** la nuova disciplina consente ad un OICVM *feeder* di investire parte o tutto il proprio patrimonio in un OICVM *master* così da favorire lo **sviluppo di nuove opportunità** di business ed incrementare allo stesso tempo l'efficienza della politica di investimento

AIFMD e UCITS V

- **AIFMD** (direttiva 2011/61/UE “sui gestori di fondi di investimento alternativi») - definisce regole armonizzate per i gestori di tutti i fondi di investimento diversi da quelli ricompresi nelle direttive UCITS prevede regole di condotta, di trasparenza informativa e di requisiti patrimoniali, organizzativi e di controllo del rischio analoghi a quelli previsti per le società di gestione di fondi UCITS.
- In base alle nuove norme, i gestori autorizzati potranno:
 - a. commercializzare liberamente in tutta la UE nei confronti di investitori professionali, fondi di investimento alternativi da essi gestiti;
 - b. gestire fondi alternativi riservati a investitori professionali negli altri paesi della UE su base transfrontaliera o con stabilimento di succursali.
- **UCITS V** - proposta di direttiva della Commissione con modifiche alla Direttiva Ucits per quanto riguarda le funzioni di depositaria, le politiche retributive e le sanzioni,

Fondi armonizzati e non

Le direttiva UCITS e le legislazioni nazionali nel recepirla distinguono tra:

- **Fondi (e SICAV) armonizzati** – sono gli strumenti istituiti in una giurisdizione della UE che seguono dei criteri comuni e possono essere distribuiti senza restrizioni, previa registrazione in tutti i paesi della UE. Non possono investire per esempio più del 10% del patrimonio in titoli non quotati nei mercati regolamentati
 - UCITS III ha rilassato i criteri per i fondi armonizzati introducendo anche criteri qualitativi per favorire uso “sapiente” dei derivati e ampliando la possibilità di investire anche tutto il patrimonio in altri OICR (prima era possibile solo il 10%)
- **Fondi non armonizzati** – istituiti nel settembre 1999 godono di maggiori libertà di investimento. Non sono automaticamente distribuibili in altre giurisdizioni a parità di trattazioni. Appartengono alla categoria gli hedge funds (in Italia Fondi speculativi). Un tempo rientravano anche i fondi di fondi, ma ora di fatto sono cadute le barriere tra FoF e fondi normali. .

I fondi speculativi (non armonizzati)

- Istituiti con D.M.T. N 228 del 24/05/1999. Fondi di diritto italiano con la quale gli investitori residenti possono investire in hedge funds senza penalizzazioni fiscali (sono tassati 20%)
- Pertanto godono di piena libertà di investimento e di strategie di gestione. Possono tra l'altro:
 - Ricorrere senza limiti a strumenti derivati
 - Ricorrere alla leva finanziaria
 - Concentrare gli investimenti anche su pochi titoli
- Non devono rispettare obblighi informativi e di pubblicità del rendiconto di gestione e della relazione semestrale
- Prevedono versamento minimo per accedervi e di € 500,000
- La forma più comune di fondi speculativi italiani e' rappresentato da **Fondi di Fondi Hedge (FoFH)**, mentre in numero minore sono i fondi speculativi **single manager**

MIFID (ancora)

- Come si e' detto la MIFID disciplina:
 - I mercati in cui si negoziano gli strumenti finanziari
 - I servizi e le attività di investimento
 - I soggetti che possono organizzare o gestire i mercati regolamentati, prestare i servizi ed esercitare le attività di investimento
- Per quanto riguarda il risparmio gestito, la MIFID copre nell'ambito dei servizi di investimento:
 - le **gestioni individuali**
 - la **consulenza sugli investimenti**
 - il **collocamento di quote di OICR**
- L'art 2 par. 1 lett. H della MIFID prevede espressamente che la direttiva non si applichi agli OICVM e ai fondi pensione
- Quindi **NON** copre direttamente *in quanto tali* ne' le società di gestione (in Italia le SGR) ne' gli OICVM (in quanto prodotto), che sono invece coperti da UCITS III.

MIFID e UCITS

- UCITS III prevede (art. 5) che le società di gestione possano svolgere tra i servizi di investimento anche quello di **gestione individuale**.
- **Quindi c'è un'area di "sovrapposizione" tra le due direttive per quanto riguarda le SGR**
- **La MIFID quindi riguarda le SGR:**
 - a) In qualità di **intermediari**, quando svolgono servizi di investimento coperte dalla MIFID, ossia servizi di gestione individuale e i servizi accessori di consulenza e di custodia
 - b) in quanto soggetti che **accedono** in modo diretto o indiretto ai **mercati regolamentati e alle MTF**
 - c) In quanto soggetti che si avvalgono dei **servizi** prestati da altri intermediari (brokers, collocatori, etc.)
 - d) In quanto **collocatori di quote di OICR** propri o di terzi

Riferimenti regolamentari

	Consulenza Investimenti	Gesioni patrimoniali	Gestioni Collettive (OICVM)	Collocament o/ distribuzione
Banche	Mifid	Mifid		Mifid
SIM	Mifid	Mifid		Mifid
SGR	Mifid UCITS	Mifid UCITS	UCITS	Mifid UCITS

L'ambito del risparmio gestito in Italia secondo il TUF

	Consulenza Investimenti	Gestione Portafoglio (individuale)	Gestioni Collettive
Banche	Si	Si	No
SIM	Si	Si	No
SGR	Si	Si	Si
SIM di Consulenza	Si	No	No

Struttura del mercato italiano del risparmio gestito

- **L'industria italiana e' principalmente orientata al mercato retail** mediante un'offerta diretta di fondi di investimento e gestioni individuali (GPF e GPM) alla clientela private e retail
- **Le SGR sono i principali attori nel risparmio gestito italiano**, in quanto unici attori deputati alla gestione dei fondi d'investimento.
- Data la struttura "retail" del mercato italiano le SGR si concentrano principalmente, anche se NON esclusivamente su prodotti retail
- Infatti le SGR sono comunque i principali gestori in delega degli asset dei fondi pensioni italiani
- Inoltre le principali compagnie di assicurazione gestiscono i loro attivi o direttamente, o mediante delle SGR che possiedono direttamente
- Gli altri attori sono banche e SIM attive nelle gestioni individuali e nei servizi di consulenza

Il risparmio gestito: prodotti “a breve” vs. previdenziali

	Consulenza Investimenti	Gestione Portafoglio	Gestioni Collettive	Fondi pensione Aperti	Fondi Pensione Negoziali
Banche	Si	Si	no	No	No
SIM	si	si	no	no	No
SGR	si	si	si	Si	Si in delega
SIM Consulenza	Si	no	no	No	Selezione gestori
Assicurazioni	no	no	no	Si	Si in delega

I temi della lezione

- Gli investitori istituzionali
- Fondi comuni di investimento, SICAV e SGR
- Le fonti regolamentari europee ed Italiane: MIFID, UCITS, TUF e Regolamenti
- **Benchmark, tipi di gestione e la “biforcazione”**
- Alcuni aspetti dell’industria europea dei fondi
- Evoluzione del risparmio gestito e dei fondi comuni in Italia
- I modelli di distribuzione
- Gli *economics* delle SGR
- Risparmio gestito: dalla crisi al recupero

Una premessa definitoria: Alpha e Beta

- **L' Alpha** e' la misura aggiustata per il rischio del cosiddetto ritorno attivo da un investimento.
 - E' la variabile che misura la **performance dei gestori attivi**, in quanto rappresenta la remunerazione per il rischio assunto.
 - La misura più usata e' quella relativa del cosiddetto “**Alpha di Jensen**” che e' il ritorno sopra un certo benchmark
- Il **Beta** (β) e' l'espressione dell'andamento di una intera asset class (o di un mercato).
 - Nell'investment management e' rappresentato dal **benchmark del fondo**
 - E' il riferimento per la **gestione passiva**

Classificazione secondo i “*benchmark*”

- **Benchmark:**
 - a) **parametro di riferimento** della asset class nella quale investe il fondo.
 - indice azionario, monetario o obbligazionario e rappresenta il ***beta*** del mercato di riferimento
 - b) ha una **formalizzazione contrattuale** in quanto rappresentato nel prospetto del fondo.
 - c) di fatto **rappresenta l’obiettivo** che il gestore si propone di “battere” offrendo un ritorno al cliente “superiore” a quello del mercato di riferimento.
 - d) **parametro di riferimento per determinare le eventuali commissioni** di incentivo del gestore nel caso il benchmark venga battuto.

...dai fondi a benchmark a quelli flessibili...

- In Italia selezione e uso dei benchmark molto regolamentati.
 - critica che i fondi di investimento italiani siano troppo aderenti ai benchmark e **tendano a replicarli anziché a batterli**
- Per rispondere a questo problema, sviluppo dei **fondi flessibili** (tra cui gli “*absolute return*”) laddove il benchmark è uno **spread sopra un tasso di mercato monetario (o BOT)** e il mercato d’investimento molto diverso ed ampio.
 - Dato che il tasso di riferimento è comunque sempre positivo, l’*obiettivo* del fondo è offrire un ritorno positivo e superiore al tasso *in qualsiasi* condizione di mercato

...e tipi di gestione: attiva...

La differenza importante non è tra *benchmark* e *non benchmark* (o *absolute return*) bensì tra **stili di gestione**, ossia tra:

- a) **Gestione attiva**: il gestore opera con forti gradi di libertà, adottando “scommesse” a forte concentrazione e discostandosi dai benchmark (se vi sono).
- Implica forte volatilità di breve termine rispetto ai benchmark
 - finalizzata alla **creazione di alpha**, ossia alla performance pura indipendentemente dall'indice di riferimento e alle condizioni del mercato.
 - **massimizza le capacità gestorie e implica alti costi per il cliente**. Gli hedge funds sono l'esempio “estremo” di gestione attiva e di estrazione di alpha

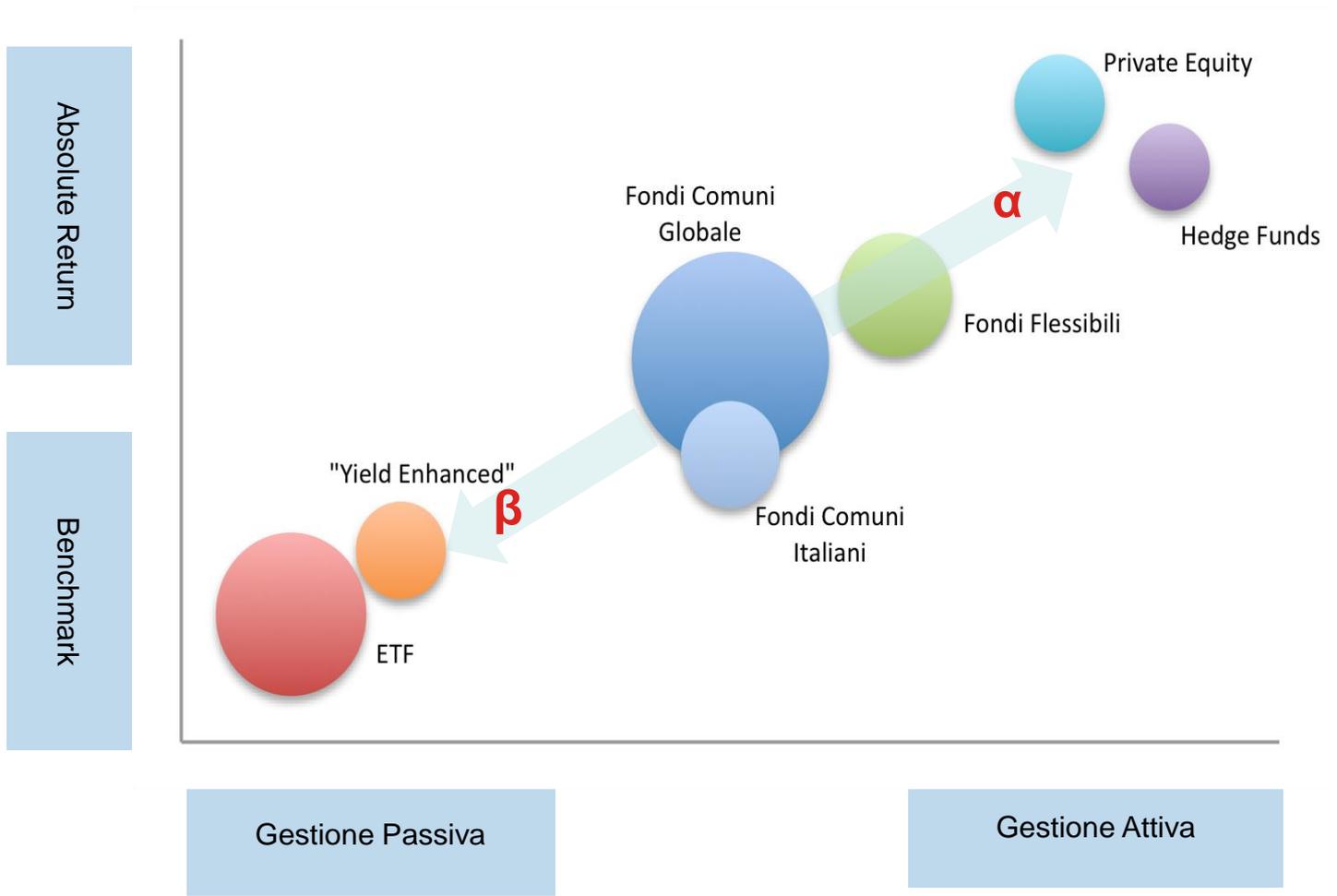
...e passiva

- b) Gestione Passiva:** il gestore cerca di riprodurre al minor costo e con la maggior efficienza possibile gli indici di riferimento.
- L'obiettivo e' quello di **dare accesso al beta** del mercato nel modo più efficiente.
 - La volatilità dai benchmark e' molto bassa.
 - **Massimizza quindi i processi** invece delle capacità gestorie e in certi casi e' rappresentata da gestioni algoritmiche *computer intensive*. I casi estremi sono gli ETF
- **La gestione attiva può avvenire anche con prodotti a benchmark, oltre che *absolute return*. Viceversa e' raro trovare fondi passivi che non abbiano un benchmark di riferimento.**

- **Una osservazione e un interrogativo:**
 - La *value proposition* di un prodotto a benchmark e' quella di battere il benchmark anche se il mercato scende. Quella dei prodotti *absolute return* e' invece quella di dare comunque un rendimento positivo indipendentemente dall'andamento del benchmark
 - Domanda: e' corretto "premiare" un gestore a benchmark con commissioni di incentivo se ha battuto il benchmark in un mercato in discesa e il cliente ha perso?
- **Attenzione: non confondere obiettivi di rendimento con garanzie di rendimento**



La "biforcazione" del risparmio gestito



Nota: le proporzioni tra le sfere sono solo indicative



LIUC Biforcazione e struttura del mercato (a)

- I fondi “*long only*” rappresentano ancora la massa più grande dei prodotti di risparmio gestito ma...
- ...sono sotto pressione da una parte dai prodotti che offrono **beta a basso costo**, dall'altra dai prodotti high **alpha**. E' il fenomeno della “**biforcazione**”
- **Sempre più investitori istituzionali e privati stanno adottando un approccio “*core-satellite*”:**
 - a) asset allocation su diverse asset classes fatta con prodotti passivi che offrono beta a basso costo (*core*),
 - b) acquistato l'alpha (*satellite*) solo dove vi sono comprovate capacità gestorie e track record
- **La crisi dei mercati del 2008-09 ha enfatizzato l'importanza della liquidabilità dei fondi. Il problema si e' posto soprattutto con gli hedge funds, esempio estremo di prodotti high alpha**



LIUC Biforcazione e struttura del mercato (b)

- La produzione del beta e dell'alpha implica modelli organizzativi e industriali molto diversi:
 - Il **beta** e' prodotto sulla base di processi industriali efficienti e richiede economie di scala. Il mercato degli ETF e' molto concentrato: tre fund houses (Blackrock, Vanguard, State Street) hanno una quota enorme del mercato globale
 - L'**alpha** e' prodotto sulla base di capacità gestorie. Esistevano ante crisi circa 8,000 hedge funds di varia dimensione che a volte gestiscono masse relativamente contenute.

Biforcazione e struttura del mercato (c)

- Mentre il **beta e' prodotto in modo industriale e scalabile, la scalabilità della produzione di alpha e' limitata**. Sempre più gestori per cogliere sempre meno opportunità nei mercati. Il limite alla creazione di alpha e' chiamato ***capacity***.
- Il diverso approccio alla produzione e alla scalabilità fa sì che **il prezzo del beta continui a scendere** (ETF prodotti a pochi bp), mentre i **migliori gestori di alpha richiedano ancora alte commissioni**

Liquidità e high alpha: dagli hedge funds ai fondi «Newcits»

Evoluzione dei fondi Ucits — alternativi: perchè?

		Vantaggi	Svantaggi
Per i gestori	Hedge Ucits	<ul style="list-style-type: none"> • Accesso agli investitori retail • Due diligence light • Maggiore appealing commerciale 	<ul style="list-style-type: none"> • Maggiori oneri di gestione e strutturazione • Maggiori vincoli gestionali • Ridotto range strategie hedge
	Hedge Non Ucits	<ul style="list-style-type: none"> • Strutture flessibili • Regolamentazione light • Ampia libertà gestionale 	<ul style="list-style-type: none"> • Due diligence strong • Ridotto appealing commerciale e distribuibilità
Per gli investitori	Hedge Ucits	<ul style="list-style-type: none"> • Minori soglie di ingresso • Garanzia di trasparenza • Tutela rafforzata 	<ul style="list-style-type: none"> • Range strategie hedge limitato • Rendimenti obiettivo più contenuti
	Hedge Non Ucits	<ul style="list-style-type: none"> • Ampio range strategie hedge • Maggiore possibilità di portfolio diversification • Rendimenti obiettivo più elevati 	<ul style="list-style-type: none"> • Accesso investimento limitato • Comprensibilità non semplice • Due diligence strong • Trasparenza variabile

I temi della lezione

- Gli investitori istituzionali
- Fondi comuni di investimento, SICAV e SGR
- Le fonti regolamentari europee ed Italiane: MIFID, UCITS, TUF e Regolamenti
- *Benchmark*, tipi di gestione e la “biforcazione”
- **Alcuni aspetti dell’industria europea dei fondi**
- Evoluzione del risparmio gestito e dei fondi comuni in Italia
- I modelli di distribuzione
- Gli *economics* delle SGR
- Risparmio gestito: dalla crisi al recupero

L'industria europea dei fondi UCITS per paese di istituzione (Dati EFAMA giugno 2013) (€ mio)

	Prodotti UCITS	%
Lussemburgo	2,086,620	32.3
Francia	1,080,5892	16.7
Irlanda	999,436	15.4
UK	780,753	12.0
Svizzera	276,938	4.3
Germania	256,958	4.0
Svezia	177,854	2.7
Spagna	157,243	2.4
Italia	146,490	2.3
Belgio	81,858	1.3
Danimarca	79,300	1.3
Austria	78,334	1.2
TOTALE EU +CH	6,487,776	100

L'industria europea dei fondi UCITS per paese di istituzione

- Un caveat:
 - Le fund houses di vari paesi istituiscono in Lussemburgo o Irlanda. A sett. 2013 circa il 70% dei fondi italiani sono di dirittoestero e una gran parte di questi “roundtrip” e appaiono prevalentemente nel pool lussemburghese
- **I prodotti UCITS** rappresentano **il 70% degli AuM** in EU+CH
- **I primi quattro** paesi per centro di istituzione rappresentano quasi il **77%** dell'industria europea UCITS.
- **I primi otto** rappresentano **quasi il 89%**
- Lussemburgo con circa il 32% del totale UCITS e' de facto il centro europeo di istituzione “cross-border” dei prodotti UCITS. Il suo principale concorrente e' l'Irlanda
- La Francia e' il paese che più e' riuscita a tutelare i prodotti domestici e ad “esportarli”
- UK e' un enorme mercato domestico, ma molti fondi vengono istituiti in Irlanda

Perche' Lussemburgo?

- Lussemburgo ha scelto di diventare il principale centro europeo di **istituzione di fondi e fund administration**
- Modesta presenza di competenze gestorie ma **concentrazione di competenze di fund administration**. I fondi istituiti in Lussemburgo vengono gestiti normalmente altrove
- Il regolatore lussemburghese ha un **approccio flessibile all'implementazione della normativa UCITS** con tempi di approvazione molto rapidi.
- **Trattamento fiscale competitivo** per l'insediamento di attività operative. I benefici si estendono dalle società ai dipendenti
- Di fatto i **fondi lussemburghesi stanno diventando lo standard internazionale** all'interno e al di fuori dell'Unione Europea

I temi della lezione

- Gli investitori istituzionali
- Fondi comuni di investimento, SICAV e SGR
- Le fonti regolamentari europee ed Italiane: MIFID, UCITS, TUF e Regolamenti
- *Benchmark*, tipi di gestione e la “biforcazione”
- Alcuni aspetti dell’industria europea dei fondi
- **Evoluzione del risparmio gestito e dei fondi comuni in Italia**
- I modelli di distribuzione
- Gli *economics* delle SGR
- Risparmio gestito: dalla crisi al recupero

L'industria italiana dei fondi aperti.

I macrotrend

- Il **patrimonio complessivo** dei fondi aperti e' passato da poco meno di € 3 miliardi nel 1984 a circa € 517 miliardi a settembre 2013
- Tuttavia il patrimonio ha avuto il suo picco nel 2006 (€ 656 miliardi) ed e' sceso sino al 2009. Nel biennio 2007-08 vi sono stati deflussi per €195 miliardi. Successivamente andamenti alterni con ripresa positiva nel 2012-13. A sept 2013 raccolta di circa €40 miliardi
- Aumenta anche la quota di **fondi esteri (gestiti da case estere + roundtrip)**, che passano dal 3.2% del dicembre 2000 al 70% del settembre 2013
- Conseguentemente i **fondi di diritto italiano** passano dal picco di € 475 miliardi del 1999 a € 161 miliardi nell settembre 2013

La fiscalità (a)

- La fiscalità impatta la redditività di fondi e delle SGR sotto tre punti di vista:
 - Del prodotto
 - Del sottoscrittore
 - Della società di gestione
- In linea di principio **tutti i fondi armonizzati domestici e di altri paesi EU registrati sono tassati secondo lo stesso criterio** e in modo non distorto *all'interno* dei singoli paesi. In Italia fondi italiani ed esteri armonizzati sono tassati entrambi al 20% (prima 12.50%)
- **La pratica più diffusa per la tassazione dei fondi e' quella sul realizzato dove;**
 1. **L'investitore viene tassato al momento della cessione del fondo (realizzato) e,**
 2. **L'imposta viene trattenuta direttamente dalla banca depositaria che agisce come sostituto d'imposta**

La fiscalità (b)

- **Tuttavia in Italia sino a luglio del 2011:**
 1. **i fondi di diritto italiano erano tassati annualmente sul maturato**, ossia la tassazione veniva applicata direttamente al fondo ogni anno sulla base del risultato annuale della gestione
 2. mentre per quelli esteri la tassazione avveniva (e avviene) in caso di realizzo sul sottoscrittore
- Quindi a parità di aliquota (12.50% per entrambi) la tassazione dei fondi di diritto italiano era più penalizzante per due ragioni:
 1. perché la tassazione sul maturato **non può essere differita** come quella sul realizzato (effetto PV);
 2. perchè in anni di perdite il fondo italiano **generava un credito d'imposta** che grava sul NAV del fondo rendendo la gestione più onerosa
- **Il problema dei fondi italiani non era quindi il livello della tassazione, ma il metodo**
- **Da luglio 2011 la tassazione dei fondi di diritto italiano è passata al metodo del realizzato**
- Resta il problema della gestione del credito d'imposta pregresso che in certi fondi raggiunge il 15% del NAV (totale stimato in circa € 6 miliardi).

Perche' lo sviluppo di fondi roundtrip in Italia?

- Fenomeno di “sostituzione” di fondi di diritto italiano con fondi di diritto lussemburghese istituiti dalle subsidiaries lussemburghesi delle stesse SGR italiane
- Oltre alle ragioni complessive sottostanti allo sviluppo di Lussemburgo (e Irlanda), vi sono alcune ragioni “ideosincratice” italiane:
 - Tassazione dei fondi: i fondi italiani sino a luglio 2011 sono stati gli unici tassati sul maturato invece che sul realizzato. Questo ha comportato tre conseguenze:
 - un impatto del credito d'imposta sul NAV
 - Un trattamento fiscale del prodotto italiano penalizzante per il sottoscrittore rispetto a quello di qualsiasi fondo estero che avviene sul realizzato
 - Impossibilità di distribuire i fondi di diritto italiano all'estero (a differenza di quelli e.g. Francesi..)
- Regolamentazione e procedure autorizzative almeno un tempo particolarmente onerose, anche in seguito a doppia supervisione Bankit-CONSOB
- Costi di struttura relativamente più alti
- Trattamento fiscale più competitivo in Lussemburgo (e/o Irlanda) per le SGR e per i dipendenti di questa

Mappa del risparmio gestito in Italia

(Patrimonio “promosso”. Dati Assogestioni. Milioni di €)

	giu 13	% giu 13	sett 11	% sett 11	Var%
OICR aperti	517,111	41.6	424,447	45.2	+21.8
OICR chiusi	42,595	3.4	40,836	4.3	+4.3
GPF retail	21,493	7.4	29,435	3.1	-26.9
GPM retail	73,645	5.9	71,415	7.6	+3.1
Gestioni previdenziali	53,842	4.3	30,559	3.3	+76.2
Gestioni assicurative	473,104	38.1	275,535	29.3	+71.7
Altre gestioni	61,508	4.9	67,063	7.1	-8.3
Totale	1,243,299	100	939,291	100	+32.3

I macrotrend dal III trimestre del 2011 al II trimestre 2013

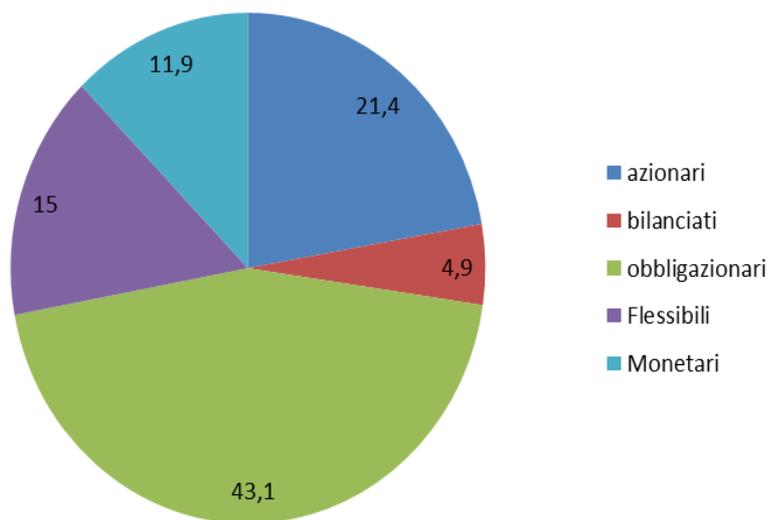
- Inversione di tendenza: patrimonio totale in aumento (+32.3%).
- Crescita sostenuta soprattutto in gestioni previdenziali (+76.2%) e assicurative (71.7%)...
- ...ma gestioni previdenziali rappresentano ancora solo il 4.3% del patrimonio gestito
- Contrazione solo su GPF retail (-26.9%)

Zoom sul patrimonio OICR (Sept 2013 vs. Ott 11) (dati Assogestioni. milioni di €)

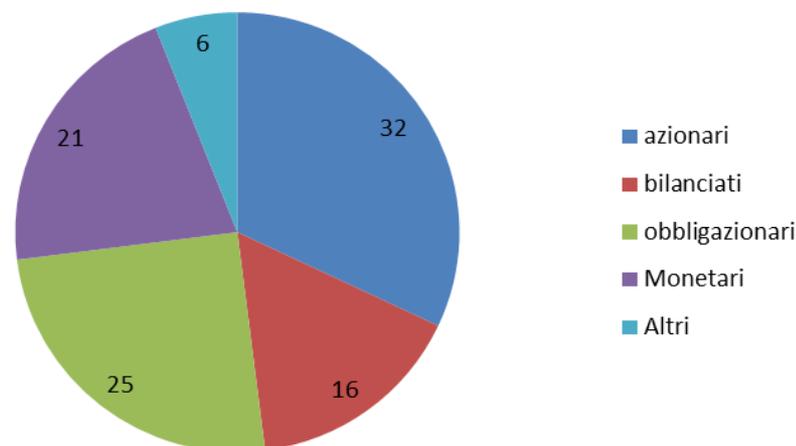
	Sep. 2013	% Sep. 13	Ott 2011	% Ott. 11	Var 11/13
Azionari	108,265	20.41	92,229	21.4	+17.4
Bilanciati	30,545	5.7	21,018	4.9	+45.3
Obbligazionari	263,000	49.4	185,881	43.1	+41.5
Monetari	28,486	5.4	51,487	11.9	-44.6
Flessibili	90,721	17.1	64,651	15.0	+40.3
Fondi Hedge	6,385	1.2	10,004	2.3	-36.1
Totale	531,996	100	431,648	100	+23.2

Patrimonio OICR italiani (ott. 2011) sbilanciato su obbligazionari e monetari rispetto a media EU (sett 2011)

OICR Italiani (Fonte: Assogestioni)



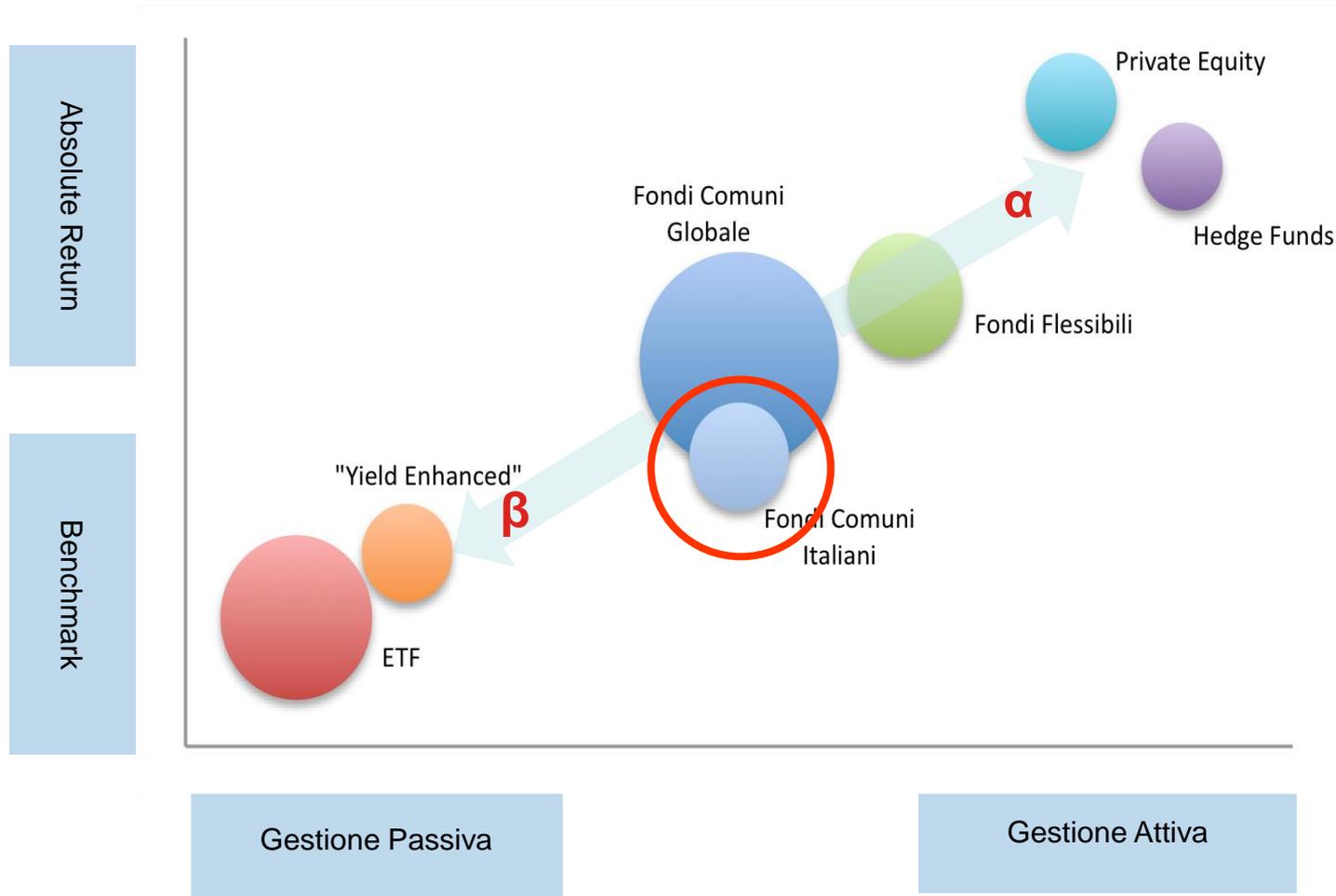
EU Fondi UCITS (Fonte EFAMA)



- OICR italiani – anche fondi rountrip
- Serie EU - solo prodotti UCITS

La “biforcazione” del risparmio gestito

Dove si collocano i fondi italiani?



Nota: le proporzioni tra le sfere sono solo indicative

Dove si collocano i fondi italiani?

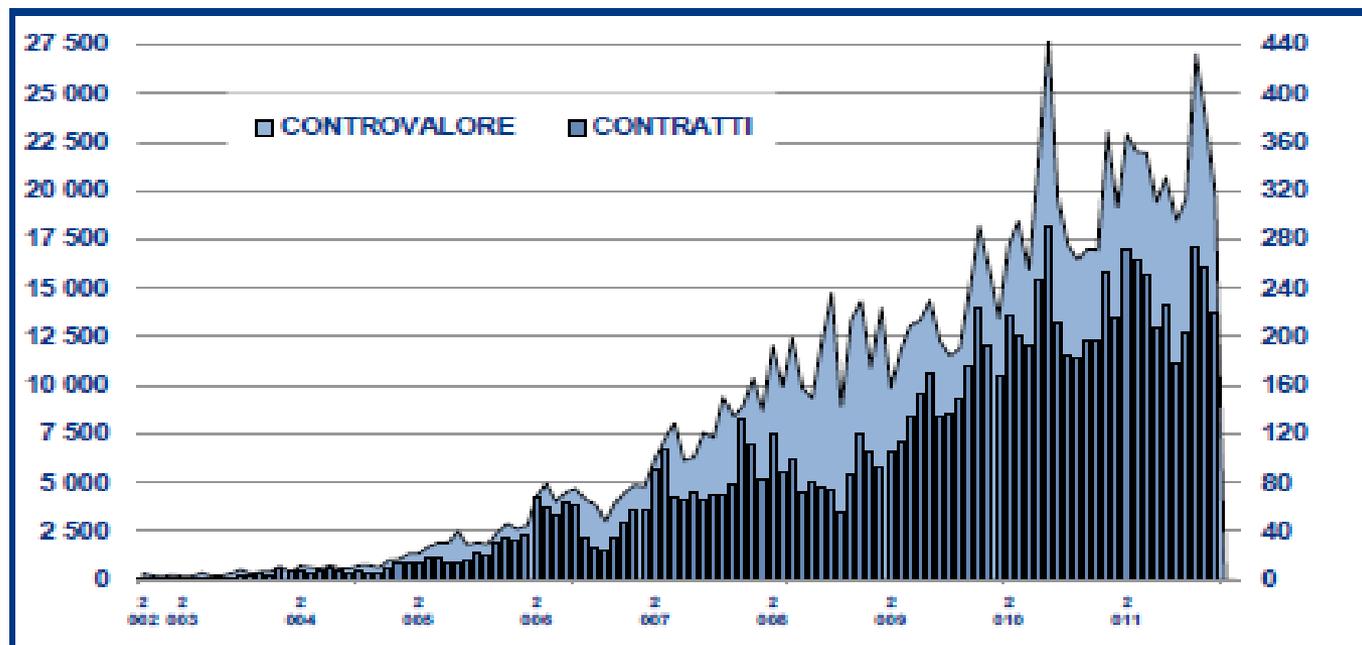
Dal *benchmark* agli *absolute return*

- La gestione dei fondi comuni italiani e' **storicamente molto vincolata al benchmark**, per motivi regolamentari. Questo crea dei **limiti alla incisività della gestione attiva** e in un certo senso limita la possibilità di evolvere decisamente verso il beta o verso l'alpha.
- Tuttavia negli **ultimi tempi** varie SGR hanno trasformato **da prodotti a benchmark o introdotto ex novo nuovi prodotti *absolute return single e multistrategy*** . Questi prodotti sono classificati come «**flessibili**». Tendono a sfruttare al massimo la flessibilità offerta dalla **normativa UCITS («Newcits»)** e tra queste la possibilità di costruire **posizioni lunghe e corte con derivati sino al 100% del NAV.**

L'altro lato del risparmio gestito: ETF su Borsa Italiana 2002-2011

Crescita trainata da:

- *Mispricing* prodotti italiani
- Sviluppo strategie core-satellite



Fonte: Borsa Italiana

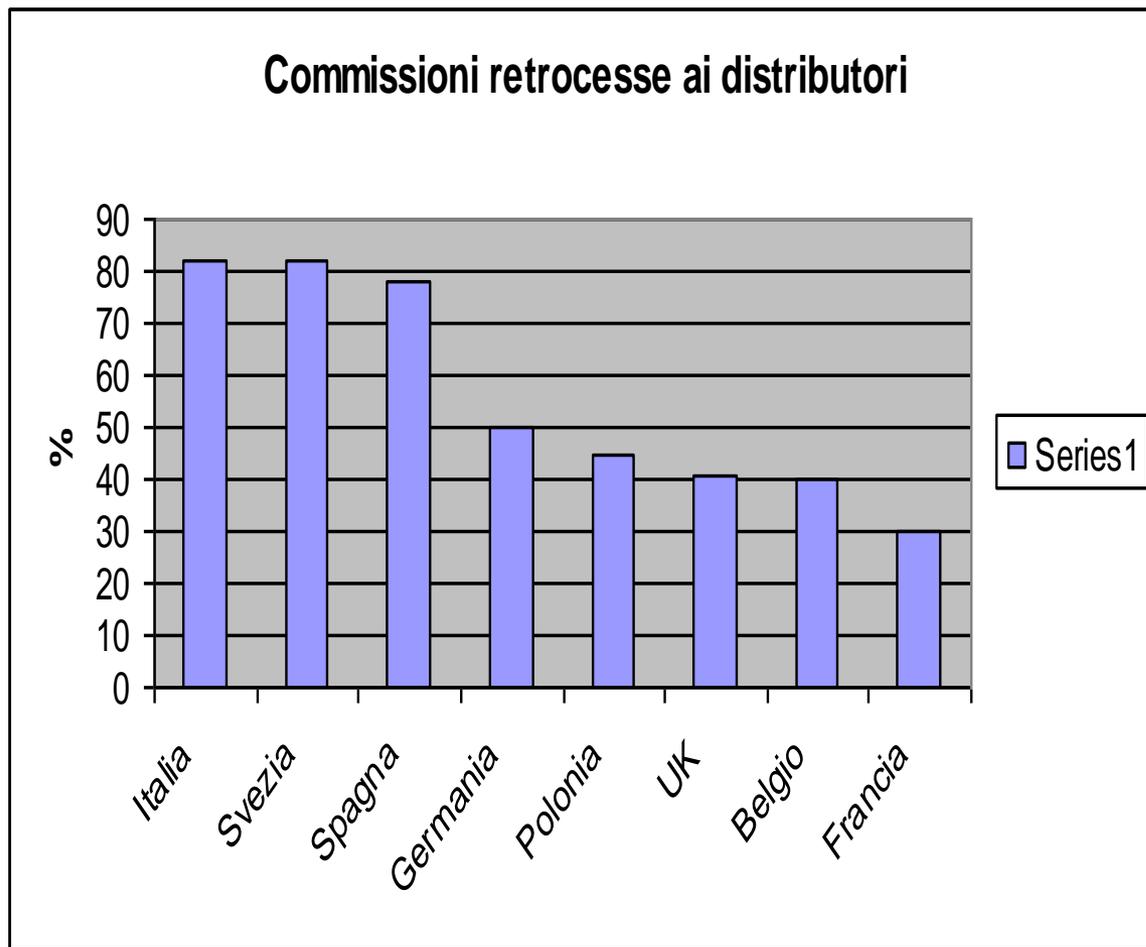
I temi della lezione

- Gli investitori istituzionali
- Fondi comuni di investimento, SICAV e SGR
- Le fonti regolamentari europee ed Italiane: MIFID, UCITS, TUF e Regolamenti
- *Benchmark*, tipi di gestione e la “biforcazione”
- Alcuni aspetti dell’industria europea dei fondi
- Evoluzione del risparmio gestito e dei fondi comuni in Italia
- **I modelli di distribuzione**
- Gli *economics* delle SGR
- Risparmio gestito: dalla crisi al recupero

Il modello distributivo delle SGR italiane.

- Il modello distributivo delle SGR italiane e' prevalentemente retail e fortemente condizionato dalla logica di creazione di valore delle banche **in quanto azionisti e distributori.**
- Il modello e' caratterizzato da quattro elementi tipici:
 - a) Dipendenza funzionale per il collocamento da intermediari terzi, prevalentemente bancari
 - b) Ricorso a collocatori appartenenti alla stessa struttura di gruppo
 - c) Prevalenza di modalit  distributive traite reti bancarie
 - d) Alto livello di retrocessione ai distributori

- L' Italia e' assieme a Svezia e Spagna il paese con il più alto livello di retrocessioni alla distribuzione
- A una media *complessiva* di oltre 80% corrisponde un livello del 60% per i prodotti di terzi, ancora uno dei livelli più alti in Europa



Fonte: CRA International

I temi della lezione

- Gli investitori istituzionali
- Fondi comuni di investimento, SICAV e SGR
- Le fonti regolamentari europee ed Italiane: MIFID, UCITS, TUF e Regolamenti
- *Benchmark*, tipi di gestione e la “biforcazione”
- Alcuni aspetti dell’industria europea dei fondi
- Evoluzione del risparmio gestito e dei fondi comuni in Italia
- I modelli di distribuzione
- **Gli *economics* delle SGR**
- Risparmio gestito: dalla crisi al recupero

Il conto economico di una SGR

- *Commissioni attive-*
 - *Commissioni passive*
 - **Commissioni nette**

 - - Costi del personale
 - - Altri costi amministrativi

 - **Margine Operativo Lordo**
- L'alto livello delle retrocessioni fa sì che **solo una frazione delle commissioni attive sia trattenuta dalle SGR**
 - **La SGR molte volte non ha controllo ne' sul pricing**, ne' sul livello delle retrocessioni, ne' sulla distribuzione, controllate dalla capogruppo- distributore
 - La Capogruppo "impone" un obiettivo in termini di MOL. In assenza di controllo sui ricavi, la SGR può controllare solo i costi e gli investimenti
 - Questo pone dei problemi di "scalabilità" perché la struttura delle SGR implica costi fissi difficilmente comprimibili

SGR. Dati di conto economico (Fonte: Banca d'Italia. Milioni di €)

VOCI	2006	2011	2012
Commissioni attive	6.979	3,958	4,021
Commissioni passive	4.771	2,284	2,241
Margine Lordo gestione caratteristica	2.208	1,674	1,780
Spese amministrative (-)	1.168	1,141	1,083
Di cui: per il personale (-)	482	612	589
Altri oneri di gestione	39	20	43
Totale costi operativi	1.240	1,227	1,178
Altri proventi di gestione	104	89	89
Risultato gestione caratteristica	1.072	537	690
Risultato gestione finanziaria	192	74	103
Risultato attività ordinarie	1.264	611	794
Imposte	473	226	284
Utile netto (perdita) d'esercizio	785	385	510

I temi della lezione

- Gli investitori istituzionali
- Fondi comuni di investimento, SICAV e SGR
- Le fonti regolamentari europee ed Italiane: MIFID, UCITS, TUF e Regolamenti
- *Benchmark*, tipi di gestione e la “biforcazione”
- Alcuni aspetti dell’industria europea dei fondi
- Evoluzione del risparmio gestito e dei fondi comuni in Italia
- I modelli di distribuzione
- Gli *economics* delle SGR
- **Risparmio gestito: dalla crisi al recupero**

Dalla crisi del risparmio gestito a partire dal 2007....

- **Crisi strutturale del risparmio gestito alla quale da metà 2007 si e' sovrapposta la crisi dei mercati**
- Crisi non e' stata legato alla qualità dei prodotti (come alcuni pensano)
- **Aspetto strutturale: le banche azionisti e distributori.**
Manca vera separazione dei ruoli tra produttori e distributori
 - Controllano politica di prodotto
 - Controllano risorse per gli investimenti nelle SGR. Le SGR italiane sono tra le più competitive in termini di costo
 - Sviluppo di mercato captive in cui vengono collocati prevalentemente prodotti della casa
 - Concorrenza con altri prodotti interni con margini più alti (assicurativi e strutturati)
 - crisi del credito ha spinto banche a raccolta diretta

Dalla crisi del risparmio gestito a partire dal 2007..

- **Dopo crisi del 2001** distributori riluttanti ad esporre clienti a rischio azionario.
 - asset allocation sub-ottimale.
 - clienti confondono spesso responsabilità del distributore (che determina scelta delle asset classes) da quelle della SGR (responsabile dell’alpha su determinate asset classes)
- Dalla seconda **metà 2007 sino al 2012** prioritaria per le banche la raccolta diretta con clientela retail. Fondi di investimento “cannibalizzati”
- **Mancanza di domanda strutturale stabile di prodotti azionari** e di mandati specialistici da investitori istituzionali
 - Peso contenuto dei fondi pensione (anche se in graduale crescita)

...al recupero nel 2012-13

- **...Raccolta positiva dalla seconda metà del 2012**
 - Nuovo focus raccolta indiretta banche commerciali
 - Approvazione OMT da parte di BCE
 - Banche molto liquide ma con problemi di capitale
 - Fine enfasi su raccolta diretta
 - Nuovi prodotti per il retail:
 - Fondi a cedola
 - Domanda da fondi pensione e gestioni assicurative

Quali evoluzioni ?

- **Separazione** proprietaria tra distribuzione e produzione?
Aggregazione e concentrazione tra SGR?
 - Vari interventi e richiami da parte di Banca d'Italia.
 - Pressione sul conto economico delle SGR minori
- Modifica delle **priorità delle banche**:
 - **Disimpegno** da attività non strategiche (**Basilea 3**)
 - **Difesa** dei margini, della raccolta diretta e del conto economico
- Problema per le banche e' **come conciliare la preservazione della redditività con la pressione su prodotti percepiti come troppo cari**. In altri termini la scelta e' tra:
 - a. **ridurre i margini** sui prodotti esistenti, o
 - b. **sostituirli** con prodotti con più **alto margine**.