ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Comana, Mario; Curcio, Domenico; Donadelli, Michael; Frigeri, Daniele

Working Paper

Il collocamento e la distribuzione dei prodotti finanziari in Europa

CASMEF Working Paper Series, No. WP 2012/06

Provided in Cooperation with:
Arcelli Centre for Monetary and Financial Studies, Department of Economics and Finance, LUISS Guido Carli

Suggested Citation: Comana, Mario; Curcio, Domenico; Donadelli, Michael; Frigeri, Daniele (2012) : Il collocamento e la distribuzione dei prodotti finanziari in Europa, CASMEF Working Paper Series, No. WP 2012/06, LUISS Guido Carli, Department of Economics and Business, Arcelli Centre for Monetary and Financial Studies, Rome

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/319949

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

LUISS Guido Carli
LIBERA UNIVERSITA' INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI

DEPARTMENT OF ECONOMICS AND BUSINESS

CASMEF Working Paper Series

IL COLLOCAMENTO E LA DISTRIBUZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI IN EUROPA

Mario Comana *Domenico Curcio* *Michael Donadelli* *Daniele Frigeri*

Working Paper No. 6
April 2012

Arcelli Centre for Monetary and Financial Studies
Department of Economics and Business
LUISS Guido Carli
Viale Romania 32, 00197, Rome -- Italy
http://casmef.luiss.edu

© Mario Comana, Domenico Curcio, Michael Donadelli and Daniele Frigeri. The aim of the series is to diffuse the research conducted by CASMEF Fellows. The series accepts external contributions whose topics are related to the research fields of the Center. The views expressed in the articles are those of the authors and cannot be attributed to CASMEF.

CENTRO ARCELLI PER GLI STUDI MONETARI E FINANZIARI

Dipartimento di Economia e Finanza

Viale Romania 32, 00197, Roma

http://casmef.luiss.edu

IL COLLOCAMENTO E LA DISTRIBUZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI IN EUROPA

MARZO 2012

Responsabile scientifico: Prof. Mario Comana, LUISS Guido Carli e CASMEF

Componenti del gruppo di lavoro: Dott. Domenico Curcio (coordinatore), Università degli Studi di Napoli e CASMEF; Michael Donadelli, LUISS Guido Carli e CASMEF; Daniele Frigeri, CESPI e CASMEF

INDICE

Introduzione……..5

Capitolo 1: Il collocamento e la distribuzione dei prodotti finanziari in Francia…….7

1. Il settore del risparmio gestito in Francia: alcuni dati di sintesi……8
2. La distribuzione dei prodotti finanziari e la consulenza in materia di investimenti in Francia: caratteri generali……..…….....11
   2.1. I financial investment adviser……..……..……12
   2.2. I direct marketer…….…….……..16
3. Le scelte di investimento delle famiglie francesi…….....18
4. Alcune considerazioni sulla distribuzione dei prodotti finanziari complessi e rischiosi alla clientela retail……...……24

Capitolo 2: Il collocamento e la distribuzione dei prodotti finanziari in Germania……26

1. Lo scenario del risparmio gestito tedesco: alcuni dati introduttivi……27
2. L'offerta dei servizi di investimento in Germania……28
3. La distribuzione dei prodotti finanziari nel mercato tedesco: un focus sul mercato ssicurativo……30
   3.1. La bancassurance……...30
   3.2. Gli independent financial advisor……...…31
   3.3. I tied agent…….……32
   3.4. La disciplina della distribuzione dei prodotti finanziari: alcune considerazioni……32

Capitolo 3: Il collocamento e la distribuzione dei prodotti finanziari in Spagna……34

1. Il quadro finanziario di riferimento……...35
2. Il settore del risparmio gestito……..……36
3. Quadro normativo di riferimento sui servizi di investimento……...……37
   3.1. Principali contenuti della normativa……...…….38
4. L'offerta dei servizi di investimento……..……...……39
   4.1. Gli operatori nell'offerta di servizi di investimento……...….42
      4.1.1. Gli agenti……..46

Capitolo 4: Il collocamento e la distribuzione dei prodotti finanziari

nel Regno Unito……..……49

1. Lo scenario del risparmio gestito inglese: alcuni dati introduttivi……50
2. L'offerta di servizi di investimento: alcune indicazioni normative……52
3. La struttura della distribuzione dei prodotti finanziari nel Regno Unito……..53
4. Il confronto tra Italia e UK: alcune considerazioni……...…60

Capitolo 5: Il collocamento e la distribuzione dei prodotti finanziari in Italia……61

1. La composizione dei portafogli delle famiglie italiane nel confronto con
   i principali Paesi europei……..……..…62
2. La distribuzione dei prodotti finanziari: l'analisi dei dati……..…66
3. La distribuzione dei prodotti finanziari: le criticità……...72
   3.1. Il recupero di efficienza nell'articolazione dei canali distributivi fisici…….72
   3.2. Le strategie di offerta dei prodotti finanziari in Italia: i tratti distintivi…….73

Conclusioni……78

1. La propensione al risparmio e la sua composizione: l'incentivazione del risparmio
   a lungo termine…….79
   1.1. Overview……79
   1.2. La necessità di incentivare il risparmio a lungo termine……80
2. La struttura distributiva dei prodotti finanziari: un quadro di sintesi……83
3. Open architecture e specializzazione nella distribuzione dei prodotti
4. finanziari: alcune considerazioni……..87
   4.1. Open architecture……...……87
   4.2. Specializzazione……89

INTRODUZIONE

INTRODUZIONE

La ricerca analizza la distribuzione dei prodotti finanziari in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito, effettuando, compatibilmente con i dati a disposizione, un confronto con le caratteristiche del sistema italiano. L'analisi del peso assunto dai canali distributivi nella intermediazione della ricchezza delle famiglie è resa difficile dalla sostanziale assenza di statistiche relative al posizionamento dei canali distributivi nel portafoglio delle famiglie. In particolare, dopo un inquadramento giuridico delle figure coinvolte nel funzionamento del settore della gestione del risparmio, al fine di rendere omogeneo il confronto, il lavoro si concentrerà sulle caratteristiche salienti della distribuzione degli strumenti finanziari. La ricerca prosegue sviluppando, in ciascuno dei quattro capitoli che seguono, un'analisi dedicata a Francia, Germania, Spagna e Regno Unito, per poi esaminare le peculiarità della struttura distributiva italiana nel quinto. A valle dell'analisi dei singoli sistemi, la parte finale è dedicata allo sviluppo di alcune considerazioni conclusive che, tra l'altro, sottolineano anche le sfide che i soggetti a vario titolo coinvolti nella distribuzione saranno chiamati ad affrontare nel prossimo periodo.

Al fine di inquadrare lo studio nell'attuale contesto dei mercati, spendiamo questa parte iniziale per fornire una visione macroeconomica di riferimento. Crediamo, infatti, che una breve analisi sullo scenario economico internazionale, nonché sul generale andamento degli investimenti finanziari in Europa sia necessaria. L'attuale situazione economico-finanziaria internazionale è ancora molto instabile: i tassi continuano ad essere ai minimi storici, i mercati finanziari sono soggetti ed enormi pressioni e si caratterizzano per un'elevata volatilità, sintomo di un elevato grado di sfiducia da parte degli investitori. Tutto ciò si accompagna ad un crollo della domanda interna, a difficoltà di finanziamento dell'economia reale, ad una generalizzata carenza di liquidità, e, come detto, ad una complessiva perdita di fiducia. Una scarsa fiducia che rischia di danneggiare seriamente il settore della gestione del risparmio e, soprattutto, il ruolo di chi è investito della carica di consigliare ai risparmiatori una giusta strategia di investimento.

L'indebolimento economico dei paesi avanzati non ha tardato a farsi sentire anche nei paesi emergenti, che hanno subito un rallentamento in termini di crescita economica. I paesi maggiormente colpiti sono stati Brasile, Cina e India, dato il forte peso che le esportazioni rivestono nell'ambito di queste economie. Secondo stime dell'International Monetary Fund (IMF), tutto ciò si sta traducendo in una riduzione dei tassi di crescita del Pil nominale mondiale, dall'11,29% del 2011 al 5,33% del 2012, in un rallentamento del commercio mondiale, che dal 12,75% del 2010, è atteso scendere al 7,50% del 2011, ed al 5,78% nel corso del 2012.

Come sopra accennato i governi delle principali economie europee hanno avviato una serie di politiche fiscali mirate alla riduzione di debito e deficit pubblici. In generale, si prevede che tali misure correttive incideranno prevalentemente sulla formazione di reddito disponibile delle famiglie. Secondo l'IMF, nella maggior parte delle economie sviluppate, il reddito nominale pro-capite tra il 2011/2012, 2012/2013 e 2013/2014 subirà un drastico rallentamento. Le previsioni per l'area della moneta unica mostrano una crescita pari all'1,92% per l'anno appena passato, all'1,96% ed al 2,34% per i due anni successivi, valori nettamente inferiori al 3,51% registrato tra il

2010/2011. Sempre secondo le valutazioni del Fondo Monetario Internazionale, l'aumento della pressione fiscale, che tenderà a salire nei prossimi anni, associata all'andamento dell'occupazione, ha ulteriormente indebolito la crescita del reddito disponibile delle famiglie. Ricordiamo che il tasso di disoccupazione, calcolato con riferimento ai paesi del G7, è passato dal 5,50% del 2007 all'8,2% del 2010, ed è previsto che rimanga sopra la soglia del 7% nei prossimi tre anni.

Secondo stime elaborate da Prometeia, in Italia, si prevede che il reddito disponibile delle famiglie subirà un calo in termini reali anche nel corso del 2012, dopo essersi ridotto già nei tre anni precedenti. Al termine del 2012 si stima che il reddito disponibile delle famiglie sperimenterà una riduzione in termini reali del 5,6 per cento, riportandosi al livello del 2000. Non inciderà solamente l'aumento della pressione fiscale, che è attesa salire al 44 per cento e restare su questo livello fino al 2014. Anche l'andamento dell'occupazione negli anni trascorsi ha avuto un ruolo rilevante nella riduzione del reddito disponibile, sebbene ci si aspetti una leggera ripresa negli anni successivi. La possibilità di evitare cadute nel livello del commercio mondiale, e quindi nelle esportazioni italiane, consentirà all'occupazione nell'industria in senso stretto di recuperare nel 2013 il sentiero di lenta ripresa che aveva già intrapreso nel corso del 2011. Anche le imprese risentiranno delle difficoltà dei debiti sovrani europei. Dal punto di vista della domanda di consumi, l'incertezza circa il futuro, la perdita di valore di azioni e debito pubblico nei portafogli delle famiglie sono attesi determinare la caduta dei consumi nel corso del 2012. Dal punto di vista degli investimenti, la incertezza sulle decisioni dei consumatori renderà più cauti i processi di investimento, rendendo la raccolta ancora più difficile. La congiuntura influirà ulteriormente sul mercato dei finanziamenti alle imprese, che per poter accedere a qualsiasi forma di credito dovranno pagare maggiori costi in termini di interesse.

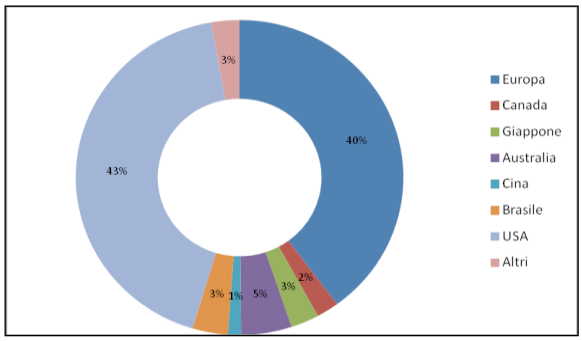
Lo scenario appena descritto non può lasciare indifferente chi esercita attività nel mercato del risparmio gestito, e nello specifico chi deve fornire garanzie di ritorno sugli investimenti effettuati dalla clientela. La difficoltà di presentare ed offrire servizi e prodotti appetibili in uno scenario caratterizzato da incertezze globali in tutti i mercati risulta essere alta. Strategie innovative ed il linea con quanto stiamo vivendo si sono rese necessarie. Tuttavia, l'elevata incertezza economico-politica, assieme alla esplosiva volatilità dei mercati finanziari, rende gli investitori sempre più vulnerabili, accrescendo il bisogno di un piano di investimento "professionale", che sia ritagliato sulle caratteristiche delle loro esigenze. Ed in scenari estremi come questi, dove il deposito bancario fornisce rendimenti che non bastano nemmeno per coprire i costi associati alla tenuta del conto, il ruolo del consulente finanziario diviene fondamentale.

CAPITOLO 1. IL COLLOCAMENTO E LA DISTRIBUZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI IN FRANCIA

1. IL SETTORE DEL RISPARMIO GESTITO IN FRANCIA: ALCUNI DATI DI SINTESI

Secondo *l'Association française de la gestion financière* (AFG), al 31 dicembre 2010, l'industria del risparmio gestito globale valeva circa 35 trilioni di euro, dei quali 14 riconducibili al risparmio gestito europeo. In particolare, la componente europea dei fondi di investimento superava i 7 trilioni di euro, risultando inferiore solo a quella degli Stati Uniti. La Figura 1 mostra che, alla fine del 2010, il 40% degli attivi netti investiti in fondi proviene dall'Europa, contro il 43% circa degli USA.

Figura 1: La gestione dei fondi di investimento globale: ripartizione geografica al 31 dicembre 2010

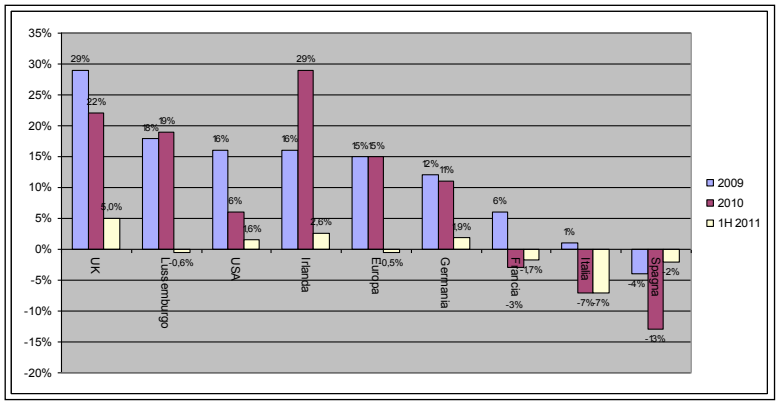


Fonte: AFG (2011)

Stando ai dati della *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA), il totale degli asset gestiti in Europa, nella prima metà del 2011 si è ridotto dello 0,5%, passando dagli 8.144 miliardi di euro del dicembre 2010 agli 8.104 miliardi di fine giugno 2011. In particolare, si segnalano (Figura 2) le performance negative dell'Italia (-7%), della Spagna (-2%) e della Francia (-1,7%). Alla fine di giugno 2011 la Francia presentava una quota di mercato, nel contesto europeo, pari al 20,5%, seguita dalla Germania, con il 19,5%, e dal Regno Unito, con il 17,1%. In Francia risultavano attive oltre 600 imprese di *asset management* (erano 350 nel 1999), nonostante il forte processo di consolidamento che ha interessato i gruppi cui esse fanno riferimento, oltre 11.000 fondi di investimento, di cui 8.000 UCITS.[1] Due gruppi francesi, inoltre, figuravano tra i primi dieci gruppi di gestione a livello mondiale, e quattro tra i primi venti.

[1] Un fondo UCITS rispetta la normativa comunitaria contenuta nella direttiva Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS).

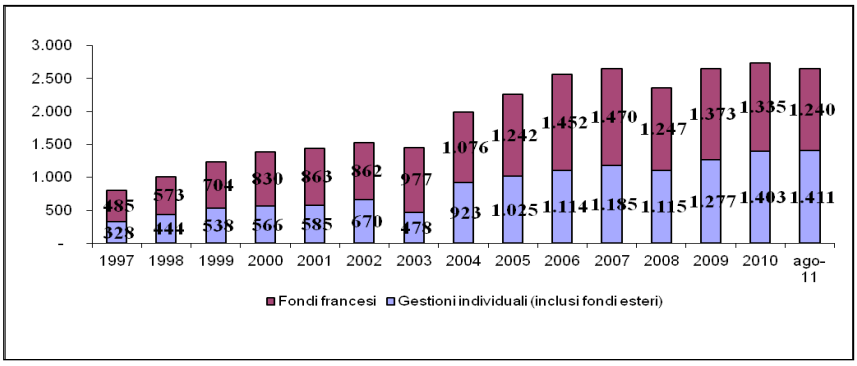
Figura 2: Variazioni degli asset gestiti in Europa



Fonte: AFG/EFAMA/ICI

Nonostante la crisi finanziaria, alla fine del 2010, in Francia, i volumi del risparmio gestito erano tornati ai livelli record del 2007, come evidenziato in Figura 3. In particolare, nel 2010, gli *asset under management* erano aumentati di 44 miliardi di euro, facendo registrare un progresso dell'1,7% rispetto all'anno precedente. Ad agosto 2011, gli attivi gestiti ammontavano a 2.651 miliardi di euro (di cui 1.240 miliardi riferiti alle gestioni collettive e 1.411 miliardi alle gestioni individuali ed ai fondi domiciliati all'estero e gestiti in Francia), in calo del 3,2% rispetto al dicembre 2010, principalmente a causa della contrazione dei volumi gestiti dai fondi francesi (-7% rispetto allo stesso periodo del 2010). Il livello raggiunto resta tuttavia più alto di quello registrato alla fine del 2009. Le gestioni individuali, che investono soprattutto in prodotti a reddito fisso, ammontavano a 1.222 miliardi di euro, in aumento dell'1% su base annua. Questa variazione è dovuta all'andamento delle variabili di mercato (c.d. market effect), dal momento che i flussi netti sono stati relativamente stabili, anche a causa di un rallentamento nella domanda di prodotti assicurativi, nell'incertezza circa il trattamento fiscale e l'impatto derivante dalla competizione di prodotti bancari, che in Francia è stata molto forte.

Figura 3: Gli *asset under management* nel mercato francese



Fonte: AFG (2011)

Le performance di mercato estive hanno avuto un impatto particolarmente negativo sui fondi azionari e su quelli bilanciati (Tabella 1). I fondi di mercato monetario hanno sperimentato un rallentamento nei deflussi, se comparati allo stesso periodo del 2010: essi sono stati pari a 16,6 miliardi di euro contro i 48 miliardi del periodo gennaio – agosto 2010, ed agli 86,7 miliardi dell'intero anno 2010.

Tabella 1: Fondi aggregati under management

	Asset netti (miliardi di euro)			Δ FY 2010	%	Δ 8M 2011	%
Tipo di fondo	31/12/2009	31/12/2010	31/08/2011				
Azionario	255,5	279,2	232,5	23,7	9,3%	-46,7	-16,7%
Bilanciato	256,3	260,3	245	4	1,6%	-15,3	-5,9%
FAIF*	16,6	15,6	14,8	-1	-6,0%	-0,8	-5,1%
Strutturato	67,2	61,8	56,6	-5,4	-8,0%	-5,2	-8,4%
Obbligazionario	176,5	198,8	192	22,3	12,6%	-6,8	-3,4%
Mercato monetario	481,2	394,5	377,9	-86,7	-18,0%	-16,6	-4,2%
Altro	119,4	124,9	121,7	5,5	4,6%	-3,2	-2,6%
TOTALE	1372,7	1335,1	1240,5	-37,6	-2,7%	-94,6	-7,1%

Fonte: AMF e stime di AFG per la categoria *Altro*
* Fund of Alternative Investment Fund

I fondi obbligazionari, l'unica categoria a generare flussi netti positivi nel 2010, con un valore di 18,5 miliardi di euro, hanno risentito dell'effetto della crisi del debito sovrano ed hanno sperimentato un leggero declino di 7,3 miliardi di euro nei primi 8 mesi del 2011 (Tabella 2), fatta eccezione per la categoria degli obbligazionari ad alto rendimento. Per il complesso dei fondi azionari e bilanciati la variazione del valore degli asset netti attribuibile al mercato (c.d. *market effect*) ha contato per l'80% della caduta degli *asset under management*.

Tabella 2: Variazione del valore degli asset netti nei primi 8 mesi del 2011 (dati in miliardi di euro)

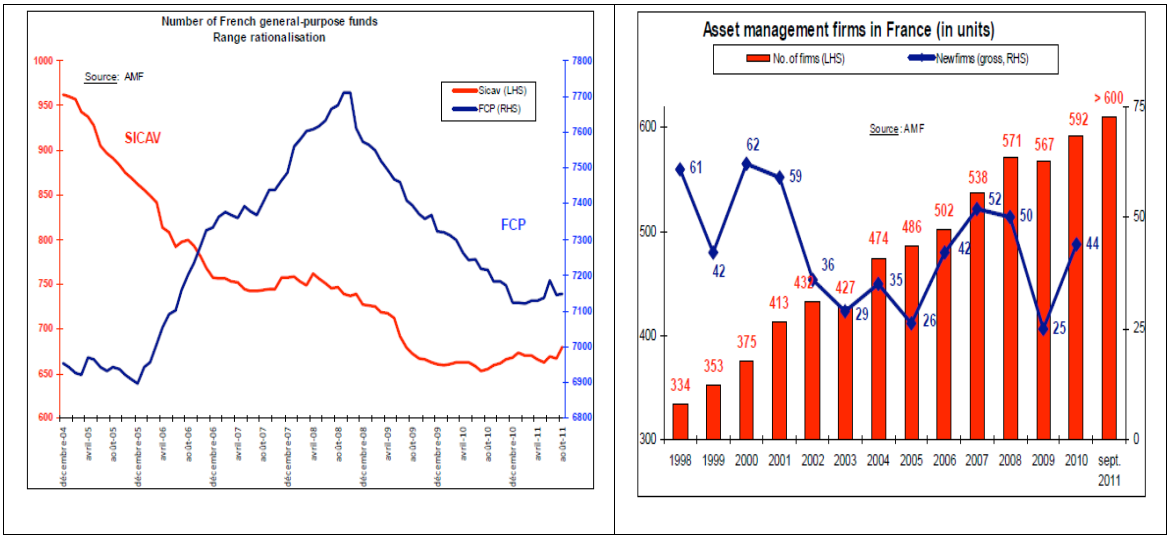
Tipo di fondo	Mercato monetario	Obbligazionario	Azionario	AIF*	Bilanciato	Strutturato	Totale
Market effect (ME)	2,0	0,5	-36,3	-0,2	-13,5	-1,0	-48,5
Vendite nette (VN)	-18,6	-7,3	-10,4	-0,5	-1,8	-4,2	-42,8
Δ asset netti	-16,6	-6,8	-46,7	-0,7	-15,3	-5,2	-91,3
VN / asset netti medi	-4,8%	-3,7%	-3,8%	-3,3%	-0,7%	-7,1%	-3,6%

Fonte: AMF per le variazioni degli asset; stime di AFG per ME e VN
* Alternative Investment Fund

In calo dalla metà del 2008, il numero dei fondi offerti sul mercato è leggermente aumentato nel corso dei primi 8 mesi del 2011 (pannello a sinistra della Figura 4). In particolare, l'incremento è dovuto sia al lancio di una nuova gamma di fondi per far fronte alla competizione derivante dall'entrata in vigore della direttiva UCITS IV, sia allo sforzo di offrire una gamma di prodotti e strategie più adatte alle

condizioni di mercato. Inoltre, la creazione di nuovi fondi si accompagna al tentativo di razionalizzare l'offerta della varietà dei prodotti. Il numero delle società di asset management è in continua crescita (pannello destro della Figura 4): nel corso dei primi 8 mesi del 2011, circa 30 società sono state autorizzate o sono in attesa di autorizzazione da parte delle autorità, che stanno gestendo una dozzina di nuove richieste di autorizzazioni.

Figura 4: Numero di fondi (pannello a sinistra) e di società di asset management (pannello a destra) in Francia



Fonte: AFG (2011)

2. LA DISTRIBUZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI E LA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI IN FRANCIA: CARATTERI GENERALI

La distribuzione di prodotti del risparmio gestito in Francia poggia su due pilastri: banche e assicurazioni, da un lato, e *conseiller independant*, dall'altro. In linea generale, il sistema francese è caratterizzato da una forte integrazione verticale, anche se sta accanto al tradizionale modello basato sull'integrazione verticale tra produzione e distribuzione, sta guadagnando sempre maggiori consensi l'approccio alla distribuzione basato sull'*open architecture*.[2] Come nella maggior parte dei paesi Europei continentali, la distribuzione dei fondi di investimento, e dei prodotti finanziari in genere, è principalmente parte dell'attività svolta dalle banche universali, o, in maniera più specifica, viene fatta rientrare negli accordi di bancassicurazione.

[2] Sul tema della *open architecture*, si rinvia alla sezione della ricerca relativa all'Italia.

La distribuzione dei prodotti di investimento collettivo poggia molto sul network dei gruppi che controllano le imprese che svolgono attività di *asset management*. I più grandi gruppi bancari ed assicurativi rappresentano network naturali cui affidare la distribuzione di prodotti e servizi di investimento collettivo. Ogni anno nascono molte società di gestione specializzate, i cui prodotti sono distribuiti attraverso consulenti indipendenti, che costruiscono il portafoglio della clientela selezionando tra i prodotti in competizione che sono disponibili sul mercato. I produttori e i distributori instaurano una relazione fornitore-cliente governata da un accordo di distribuzione.

Oltre alle società di gestione, alle autorità di vigilanza e di regolamentazione, il settore del risparmio gestito in Francia presenta un'intera comunità di professionisti che contribuisce all'ordinato svolgimento del processo di gestione e amministrazione del risparmio:

- *dépositaires, broker* e *prime broker*. Le società di gestione del risparmio affidano ad una separata entità (*dépositaire* - art. L214-24 del *Code monétaire et financier*) le funzioni di: i) custodire gli strumenti finanziari e le disponibilità liquide di un fondo; ii) ricevere ed eseguire gli ordini di liquidazione. Inoltre, questi soggetti verificano la rispondenza delle decisioni relative alla gestione delle risorse alle regole di *asset allocation* e diversificazione del rischio, ed agli obiettivi esplicitati nel prospetto dello schema di investimento collettivo. Essi verificano, inoltre, che il *net asset value* del fondo (NAV) sia correttamente calcolato. I broker sono intermediari con l'autorizzazione a negoziare strumenti finanziari su mercati regolamentati per conto di terze parti. I trader di una compagnia di asset management si affidano a broker alla ricerca della best execution degli ordini che derivano dalle decisioni di investimento del management. I *prime broker* forniscono servizi speciali a fondi di tipo hedge nello sviluppo delle strategie di investimento.
- *teneur de compte émetteur, teneur de registre, centralisateur* o, se all'estero, i cosiddetti *agent de transfert*, nel quadro della gestione del passivo degli OPC (*Organismes de Placement Collectif*);
- *acteurs de la distribution*, ovvero i soggetti che si occupano della distribuzione dei prodotti finanziari.

Nello specifico, i soggetti coinvolti nell'attività di consulenza in materia di investimenti e di promozione e collocamento di prodotti finanziari in Francia sono i *financial investment adviser* (FIA) e i *direct marketer* (*démarcheurs*).

2.1 I *financial investment adviser* (FIA)

L'attività di un *financial investment adviser*, che può essere sia una persona fisica che una persona giuridica, consiste principalmente nel fornire consulenza in materia di:

- investimenti, comma 5, articolo L.321-1 del Codice Monetario e Finanziario;
- esecuzione di transazioni bancarie, di cui all'articolo L.311-1 del Codice Monetario e Finanziario;

- fornitura dei servizi di investimento descritti all'articolo L.321-1 del Codice Monetario e Finanziario.

L'attività di distribuzione per conto di un FIA può essere svolta solo da persone fisiche. In questa situazione, l'associazione professionale del *financial investment adviser* che ha nominato il *direct marketer* ha l'obbligo di registrare il distributore nel registro dei *direct marketer* di servizi bancari e finanziari.

Per poter esercitare la sua attività, un FIA deve soddisfare alcuni requisiti che di seguito sono brevemente analizzati.

Età e reputazione

Le persone fisiche che svolgono attività di *financial investment adviser*, o che sono incaricate di gestire o amministrare società autorizzate ad agire come FIA devono:

- avere la maggiore età;
- non essere stati oggetto di impedimento temporaneo o permanente ad esercitare l'attività a seguito di un provvedimento disciplinare da parte dell'Autorità dei mercati finanziari;
- non aver subito un provvedimento di sospensione temporanea o l'allontanamento obbligatorio (con o senza nomina di un amministratore provvisorio) di una o più persone in carica dell'effettiva gestione dell'attività di una istituzione creditizia.

Requisiti professionali

I requisiti professionali di un FIA sono stabiliti nell'articolo 325-1 del Regolamento generale della Autoritè des Marchès Financiers (AMF). Prima di avviare la sua attività, un *financial investment adviser* deve mostrare di essere in possesso di una laurea in studi giuridici o economici, o di un altro titolo o credenziali dello stesso livello. Inoltre, il FIA deve aver compiuto un percorso di formazione professionale di rilievo con particolare riguardo allo svolgimento delle seguenti attività:

- eseguire transazioni di strumenti finanziari, come azioni, obbligazioni, quote di fondi e strumenti finanziari di tipo *forward*;
- eseguire transazioni bancarie, come transazioni su valute straniere, oro, e consulenza in tema di gestione finanziaria;
- fornire servizi di investimento, come la trasmissione o la ricezione di ordini, la negoziazione per conto di terze parti e la gestione di portafoglio;
- la sottoscrizione di polizze vita.

Infine, il *financial investment adviser* deve avere almeno due anni di esperienza professionale in posizioni connesse all'esecuzione di transazioni nelle categorie sopra specificate, maturati durante i 5 anni precedenti l'inizio dell'attività.

Assicurazione

Un FIA deve essere in grado di provare, in qualsiasi momento, che una polizza assicurativa lo copre contro le conseguenze finanziarie della sua attività, nell'ipotesi di mancato rispetto delle sue obbligazioni (articolo L.541-3 del Codice monetario e finanziario). I requisiti minimi di copertura per tali polizze sono fissati nell'articolo D.541-9 del Codice monetario e finanziario in funzione della natura di persona fisica o giuridica del FIA e sono pari a:

- €150.000 per ogni richiesta di risarcimento e €150.000 all'anno di assicurazione per persone fisiche e soggetti giuridici che impiegano meno di 2 persone;
- €300.000 per richiesta di risarcimento e €600.000 all'anno di assicurazione per soggetti giuridici che impiegano due o più persone.

I precedenti requisiti non si applicano ai FIA la cui sola attività è la fornitura di consulenza in tema di struttura del capitale, strategia industriale e questioni connesse ad operazioni di fusioni e acquisizioni di asset.

Appartenenza ad una associazione professionale e registrazione

Tutti i FIA devono appartenere ad un'associazione professionale autorizzata dall'AMF a rappresentare e difendere i diritti e gli interessi dei membri (articolo L.541-4 del Codice monetario e finanziario). La lista delle associazioni autorizzate è disponibile sul sito della AMF. Ogni FIA, inoltre, deve essere iscritto in una lista, tenuta e regolarmente aggiornata dall'associazione professionale alla quale il FIA appartiene, che provvede ad inviarla all'AMF (articolo L.541-5 del Codice monetario e finanziario), che a sua volta la rende disponibile sul proprio sito.

Compliance con la disciplina

La disciplina cui il FIA deve conformarsi è definite nel Regolamento generale della AMF, agli articoli che vanno dal 325-3 al 325-9. In particolare, si prevede che:

- Prima di entrare in contatto con un nuovo cliente il FIA deve fornirgli un documento che contiene informazioni circa:
    - Il suo status di FIA e la matricola assegnatagli dalla associazione di appartenenza;
    - Il nome dell'associazione cui appartiene;
    - Dove applicabile, il suo status di *direct marketer*;
    - Dove applicabile, il(i) nome(i) di ogni società autorizzata ad assegnare o svolgere attività di distribuzione diretta in cui il FIA dispone di una partecipazione sostanziale o un interesse commerciale.
- Prima di offrire consulenza, il FIA deve sottomettere al cliente una lettera di nomina da compilare in duplice copia che deve contenere, tra le altre cose:
    - Il riconoscimento da parte del cliente di aver ricevuto e letto il documento menzionato al punto precedente;
    - La natura e gli accordi alla base del servizio fornito;
    - I mezzi attraverso i quali l'informazione deve essere inviata al cliente;
    - I termini e le condizioni della remunerazione prevista per il FIA.

- La consulenza al cliente deve essere formalizzata attraverso un report che contenga indicazioni circa le ragioni alla base delle proposte del consulente e i rischi ed i vantaggi per il beneficiario. La consulenza svolta dal FIA deve basarsi sulla valutazione della situazione finanziaria del cliente, sulla sua esperienza e sui suoi obiettivi di investimento (articolo 325-9 del Regolamento generale della AMF).
- Il FIA deve avere risorse e procedure che gli consentano di impedire e/o gestire qualsiasi tipo di conflitto di interessi.
- Salvo l'espresso accordo del cliente, il FIA deve evitare di divulgare e usare, per il beneficio proprio o di terzi, l'informazione relativa al suo cliente (articolo 325-9 del Regolamento generale della AMF).
- Il FIA deve avere risorse e procedure appropriate per condurre il suo business (articolo 325-10 del Regolamento generale della AMF).
- Quando un FIA impiega diverse persone per lo svolgimento della sua attività deve adottare una struttura organizzativa e procedure scritte, stabilire regole interne per assicurare la compliance con i requisiti regolamentari relativi alla prevenzione del riciclaggio di denaro (articolo 325-12 Codice monetario e finanziario).

Impedimenti

In Francia è previsto che il FIA non debba essere stato condannato, nei 10 anni precedenti l'esercizio dell'attività, per i reati di cui all'articolo L.500-1 del Codice monetario e finanziario, tra i quali la frode, il riciclaggio, la falsificazione di titoli, il traffico di droga e l'usura.

I FIA non devono essere stati oggetto di provvedimento disciplinare da parte della *Autorità des Marchès Financiers* e non possono ricevere fondi dai loro clienti, ad eccezione di quelli che servono a remunerarli per le attività svolte nell'esercizio della propria funzione di FIA (articolo L.541-6 del Codice monetario e finanziario).

Associazioni professionali

I FIA devono appartenere ad una, e solo ad una, associazione professionale riconosciuta dalla *Autorità des Marchès Financiers* (articolo L.541-4 del Codice monetario e finanziario e articolo 325-2 del Regolamento generale della AMF), la quale ha il potere di ispezionare le associazioni professionali e i FIA, in qualsiasi momento, sia su propria iniziativa che per effetto di un reclamo. La AMF ha il potere di sanzionare i FIA che non si attengono alle regole loro riferite.

2.2 I *direct marketer*

Per rafforzare la protezione degli investitori, il Financial Security Act dell'agosto 2003 ha introdotto più stringenti regole che disciplinano la promozione e la distribuzione di prodotti finanziari e bancari. In particolare, il provvedimento normativo definisce precisamente il modo in cui tali prodotti possono essere venduti, lo status di persona fisica o giuridica autorizzata ad impegnarsi in attività promozionali ed i requisiti di registrazione per i *direct marketer*. Ai sensi del Codice monetario e finanziario francese, la promozione bancaria o finanziaria consiste nel contattare una persona in qualunque modo, al fine di proporre: transazioni in strumenti finanziari (articolo L.211-1), transazioni bancarie o ancillari (articoli L.311-1 e L.321-2), servizi di investimento o ancillari (articoli L.321-1 e L.321-2), consulenza di investimento (articolo L.541-1). La persona può essere contattata attraverso qualsiasi mezzo (visita personale, mail, telefono), sia a casa, sia al posto di lavoro, o in ogni altro posto che non sia dedicato specificamente alla distribuzione di prodotti o servizi finanziari.[3]

Tra i soggetti autorizzati a svolgere l'attività di promozione di prodotti finanziari ai sensi dell'articolo L.341-3 del Codice monetario e finanziario, figurano le banche, le società di investimento (brokerage firm); le compagnie di assicurazione; i *financial investment advisers* (solo per la consulenza in materia di investimento); i *tied agent*. Tali soggetti possono: i) designare i loro dipendenti come *direct marketer*, o dare mandato ad altre persone di agire per conto loro; ii) dare mandato alle persone fisiche di impegnarsi in promozione bancaria e finanziaria per conto loro; iii) dare mandato a persone giuridiche, che a loro volta possono dare mandato a persone fisiche per svolgere questa attività per conto loro.

I *direct marketer* hanno due obblighi principali: ottenere informazioni circa la situazione finanziaria della persona contattata, la sua esperienza e i suoi obiettivi di investimento; fornire alla persona contattata informazione chiara e presentabile circa i prodotti o i servizi offerti, oltre ad una serie di informazioni relative alla documentazione dei prodotti, ai diritti del cliente, ecc. In ogni caso, i *direct marketer* non possono: i) offrire prodotti, strumenti finanziari o servizi diversi da quelli per i quali hanno ricevuto mandato, o che hanno ricevuto l'ordine di vendere; ii) firmare un contratto in nome e per conto della persona giuridica per la quale lavorano; iii) ricevere fondi dalla persona contattata. Il Codice monetario e finanziario precisa sia quali sono i prodotti che possono essere promossi o direttamente distribuiti, sia quelli che non possono essere distribuiti. Tra i secondi rientrano, in generale, quelli per i quali il rischio massimo è sconosciuto al tempo della sottoscrizione o per i quali il rischio di perdite eccede l'investimento iniziale.

[3] In caso di contatto fuori sede, i *direct marketer* sono tenuti a mostrare una tessera che contiene informazioni relative all'identità, alla società per cui lavora e alle tipologie di prodotti e servizi che può negoziare, ecc.

Requisiti per diventare un direct marketer

I *direct marketer* devono soddisfare i requisiti relativi all'età, competenze e reputazione, in ossequio all'articolo D.341-2 del Codice monetario e finanziario, ossia: avere almeno 18 anni, essere in possesso di un diploma di scuola secondaria, o di una struttura di formazione nel campo della promozione e distribuzione diretta, o aver lavorato in questa area per almeno due anni. Inoltre, essi non devono essere colpiti dai divieti riferiti all'articolo L.341-9 del Codice monetario e finanziario (riferiti ai reati di frode, riciclaggio, corruzione, ecc.); devono avere adeguata copertura assicurativa, ed essere iscritti nel registro dei *direct marketer* bancari e finanziari. Infine, essi devono avere un accordo di agenzia che viene emesso con riferimento ad uno specifico *direct marketer* e non è trasferibile. Tale accordo specifica i tipi di prodotti e servizi che il *direct marketer* può offrire, nonché le condizioni alle quali può farlo. I *direct marketer* possono avere mandati con molte compagnie. A differenza di quanto accade in Italia, dove il promotore finanziario può essere solo un monomandato. Un mandato è valido per due anni ed è rinnovabile.

Registro dei direct marketer

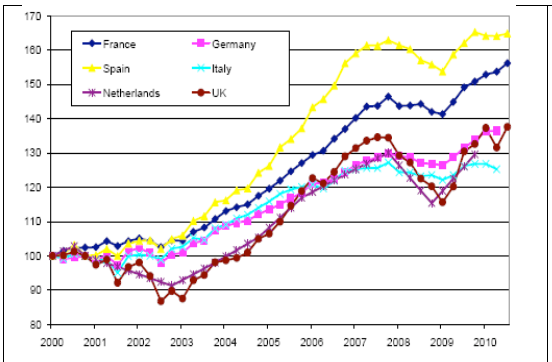
Il registro, tenuto dalla Banque de France, contiene i nomi di tutte le persone autorizzate a svolgere attività di promozione di prodotti bancari e finanziari, ovvero l'indicazione dei nomi di tutti i dipendenti delle istituzioni autorizzate a svolgere la predetta attività, laddove questi agiscano per il loro datore di lavoro, di tutte le persone fisiche e giuridiche alle quali è stato dato mandato di impegnarsi in tale attività. Il registro è pubblicato *on line* e chiunque venga contattato da un *direct marketer* può controllare che questi è regolarmente autorizzato.

È la persona giuridica che ha dato mandato al direct marketer a fornire alla Banque de France le informazioni necessarie per l'iscrizione nel registro dei direct marketer. Quando una persona giuridica (livello I) dà mandato ad una persona giuridica (livello II) che, a sua volta, dà mandato ad una persona fisica, è l'entità di primo livello che è richiesta di inviare le informazioni alla Banque de France. Come visto sopra, nel caso di FIA, sarà l'associazione professionale di appartenenza a trasmettere questa informazione alla Banque de France. I direct marketer con più mandati avranno un unico codice identificativo nel registro. Le informazioni contenute nel registro sono elencate nell'articolo D.341-12 del Codice monetario e finanziario e sono molto simili a quelle relative al nostro promotore finanziario (nome, cognome, indirizzo d'ufficio, tipi di transazioni o servizi per i quali gli è stato dato mandato, scadenza del mandato, ecc.).

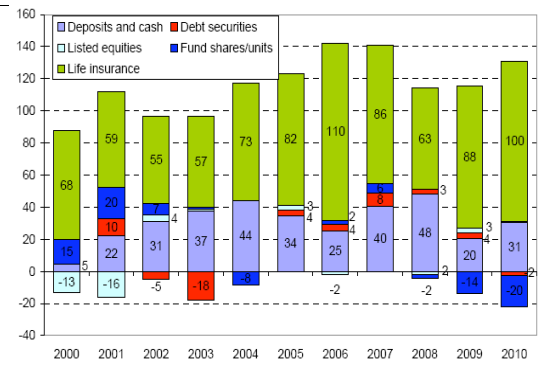
3. LE SCELTE DI INVESTIMENTO DELLE FAMIGLIE FRANCESI

Nel periodo 2000 – 2010, gli asset finanziari delle famiglie francesi sono cresciuti del 56%, un tasso di crescita inferiore solo a quello spagnolo (+65%) (Figura 5, pannello a sinistra). Nel 2010, il totale degli investimenti finanziari delle famiglie francesi ammontava ad oltre 3.000 miliardi di euro, in aumento del 3,6% rispetto al dato del 2009. Al termine del terzo trimestre del 2010, i flussi di investimento delle famiglie francesi erano pari a circa 109 miliardi di euro, leggermente superiori ai 101,4 miliardi fatti registrare nello stesso periodo dell'anno precedente. L'aumento in discorso era attribuibile principalmente alle performance dei prodotti assicurativi e dei depositi bancari, essendo le famiglie transalpine dei venditori netti di ogni altro prodotto finanziario, con particolare riferimento a quote di fondi e titoli di debito (Figura 5, pannello a destra).

Figura 5: Variazioni (pannello a sinistra) e ammontare (pannello a destra) degli asset finanziari delle famiglie francesi



Fonte: Banche centrali nazionali, Istituti di statistica nazionali, OECD per l'Olanda

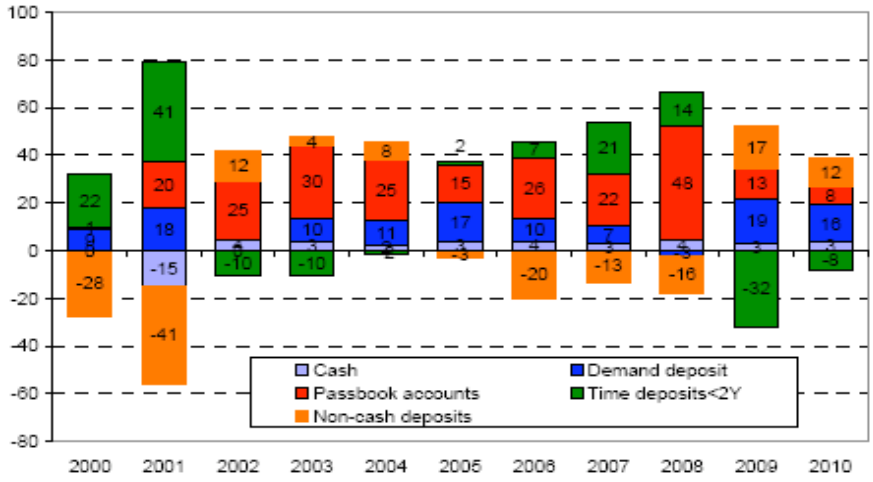


Fonte: AMF (2011)

Fonte: AMF (2011)

A seguito di un aumento dell'avversione al rischio degli investitori individuali, e nonostante i tassi di interesse a breve termine non avessero subito sostanziali incrementi, i depositi bancari sono passati dai 20 miliardi della fine del 2009 ai 31 miliardi della fine del 2010, distribuiti tra le varie categorie come indicato nella figura che segue (Figura 6). Da segnalare che la perfomance dipende molto dalla riduzione dei prelevamenti dai depositi con scadenza inferiore ai 2 anni: i prelevamenti da questa forma di deposito si riducono dai 32 miliardi del 2009 agli 8 miliardi del 2010. Inoltre, nel confronto con altre alternative di investimento, è da ricordare che, sebbene non molto alti, i rendimenti assicurati dai depositi bancari sono stati comunque superiori a quelli dei fondi monetari caratterizzati da un'analoga scadenza.

Figura 6: Flussi di investimento in depositi bancari (dati in miliardi di euro)



Fonte: AMF (2011)

I dati relativi al primo trimestre del 2011 confermano quanto appena osservato: le famiglie francesi hanno ulteriormente incrementato i propri investimenti in depositi bancari. Nei primi 3 mesi del 2011, infatti, i flussi diretti verso questa forma di investimento si sono attestati a 46 miliardi di euro, contro i 42,3 miliardi del quarto trimestre del 2010. I libretti di depositi a risparmio sono stati tra i principali beneficiari di questo trend, attraendo circa 22 miliardi di euro, contro i 12 miliardi della fine del 2010. Questa crescita riflette l'aumento dei rendimenti di questa tipologia di prodotti del risparmio "regolamentati",[4] che hanno continuato a mantenersi superiori a quelli associati alle quote di fondi di mercato monetario che presentino analoghi livelli di liquidità. In contrasto, i flussi in entrata osservati con riferimento ai *plan épargne logement* (PEL) hanno fatto osservare una minore crescita nel primo trimestre del 2011. I PEL sono depositi che consentono, al termine di una fase di accumulo in cui il cliente effettua dei versamenti periodici, di accedere ad un finanziamento per l'acquisto di un'abitazione a condizioni agevolate in termini di tasso, la cui durata ed il cui importo dipendono da quanto accumulato nella fase precedente all'utilizzo. Il flusso di investimenti in questo tipo di depositi è stato di 5,3 miliardi di euro, contro i 6,2 miliardi dell'ultimo trimestre 2010; i depositi a vista hanno attratto flussi per complessivi 8 miliardi di dollari, contro i 15,3 dell'ultimo trimestre 2010.

[4] Si pensi ai cosiddetti *livret A*, il cui rendimento è stato alzato nello scorso agosto al 2,25%, rendendo molto appetibili questi strumenti. In Francia la diffusione dei depositi diversi da quelli a vista è da mettere in relazione con l'esistenza di forme di deposito esenti da tassazione e con tasso di remunerazione predeterminato, come il già citato *livret A, livret d'épargne populaire, livret jeunes* o *livret de développement durable*, che sono molto diffusi nei portafogli delle famiglie.

Tabella 3: Flussi di investimenti finanziari delle famiglie francesi (valori trimestrali cumulati in miliardi di euro)

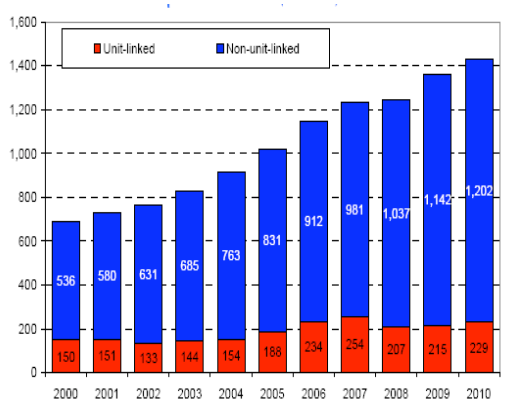
	mar-10	giu-10	set-10	dic-10	mar-11
Cash e depositi	16,1	18,7	20,3	42,3	46,3
Titoli di debito	4,2	3,3	-0,2	-0,8	1,6
Azioni quotate	9,2	5,5	4,4	1,5	-0,4
Fondi di investimento, di cui:	-14,3	-19,7	-13,8	-9,5	-8,2
di mercato monetario	*17,4*	*-16,4*	*-13,9*	*-9,5*	*-8,6*
altro	*3,2*	*-3,3*	*0,1*	*0*	*0,4*
Assicurazioni ramo vita	86,8	84	83,6	78,5	67,6
TOTALE	102	91,8	94,3	112	106,9

Fonte: Banque de France

Quanto alle altre categorie di strumenti finanziari, le famiglie francesi hanno continuato a vendere le proprie partecipazioni in organismi di investimento collettivo, per un valore di 8,2 miliardi di euro al termine del primo trimestre del 2011. Tale dato resta tuttavia inferiore a quello osservato alla fine del 2010 (- 9,5 miliardi di euro). Questo trend è stato condiviso anche dalle quote di fondi di mercato monetario, che hanno registrato deflussi netti principalmente causati dai bassi livelli di rendimento che essi offrono: il *net outflow* alla fine di marzo 2011 è stato di 8,6 miliardi di euro, contro i 9,5 miliardi del periodo precedente. I fondi di investimento a lungo termine, al contrario, hanno dimostrato una timida ripresa, con una sottoscrizione netta da parte delle famiglie francesi pari a 0,4 miliardi di euro nei primi 3 mesi del 2011, dopo un valore nullo nell'ultimo trimestre del 2010.

Le sottoscrizioni nette di assicurazioni ramo vita da parte delle famiglie francesi hanno registrato, tra gennaio e marzo 2011, il quinto trimestre di declino e sono scese a 67,6 miliardi, dai 78,5 miliardi degli ultimi 3 mesi del 2010. Nel complesso, gli investimenti in polizze vita da parte delle famiglie francesi nel corso del 2010 sono tornati ai livelli pre-crisi: a dicembre 2010, l'ammontare dei contratti di tutti i tipi di polizze era pari a 1.431 miliardi di euro, l'84% dei quali era relativo a polizze *non unit-linked*.

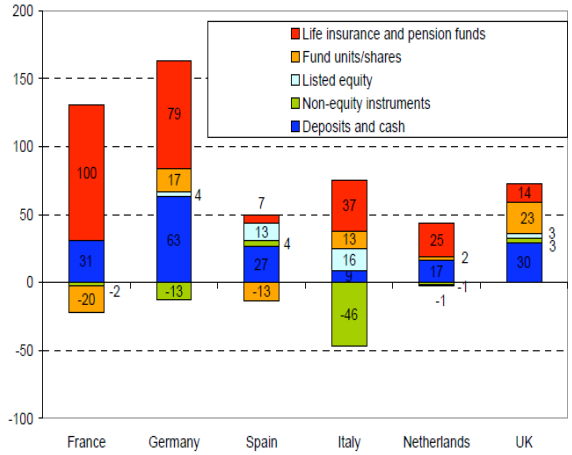
Figura 7: Ammontare di polizze *unit linked* e *non unit linked* (pannello a destra) (dati in miliardi di euro)



Fonte: AMF (2011)

Nel complesso, stando ai dati di fine 2010, il risparmio delle famiglie francesi sembra essere molto meno diversificato rispetto agli altri paesi europei, fatta eccezione per l'Olanda, in quanto in Francia gli investimenti finanziari sono composti prevalentemente da depositi bancari e contratti assicurativi diversi dalle polizze *unit linked*. Per contro, le famiglie spagnole e italiane, ed in misura minore quelle inglesi, presentano un portafoglio di investimenti che comprende schemi di investimento collettivo, azioni quotate, titoli di debito e contratti assicurativi sebbene le quote allocate siano diverse tra i vari paesi.

Figura 8: Flussi di investimento annuali delle famiglie europee (miliardi di euro)

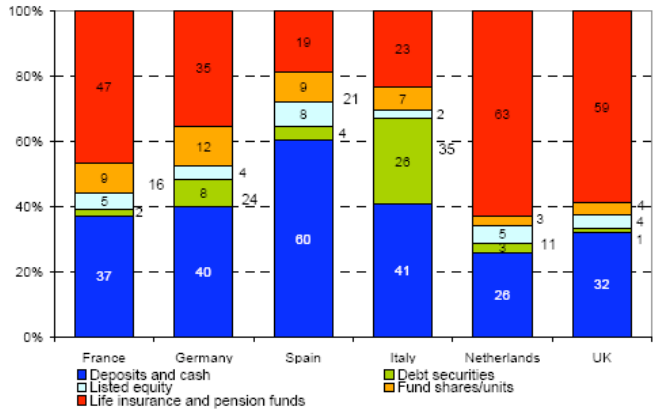


Fonte: AMF (2011)

Dal quadro descritto sopra emerge che nel 2010 gli investitori francesi hanno accordato le proprie preferenze a prodotti di risparmio offerti dalle banche, nonostante i bassi tassi di interesse offerti, e polizze assicurative *non unit linked*. Da un'indagine condotta dalla direzione Retail Investor Relations dell'AMF, finalizzata a misurare il grado di protezione e di soddisfazione degli investitori, risulta che queste scelte riflettono sia la riluttanza da parte degli investitori individuali nei confronti dei mercati azionari, sia la grande prudenza dei consulenti e di chi si occupa della distribuzione dei prodotti finanziari, che raccomandano tale tipo di prodotti a prescindere dal profilo di rischio del cliente che assistono.

Quello evidenziato è stato un trend comune a tutti i paesi europei, che hanno registrato un incremento della proporzione di prodotti del risparmio con contenuto protettivo, al punto che le differenze in termini di volumi investiti in depositi bancari si sono molto attenuate rispetto al passato (Figura 9). Al contrario, sono divenute più marcate le differenze relative alle scelte alla quota di asset investiti in polizze assicurative e fondi pensione, che variano dal 19% della Spagna al 63% per le famiglie olandesi. In base al grado di diversificazione dei propri investimenti, è possibile distinguere tra due gruppi di paesi: quelli dove le famiglie investono percentuali molto basse della loro ricchezza finanziaria in strumenti diversi dai depositi e dalle polizze, ossia Francia, Olanda, e Regno Unito, e quelli per i quali la percentuale di tali investimenti è considerevolmente più alta, ovvero Italia, Germania e Spagna.

Figura 9: Struttura degli asset finanziari nei principali paesi europei a settembre 2010



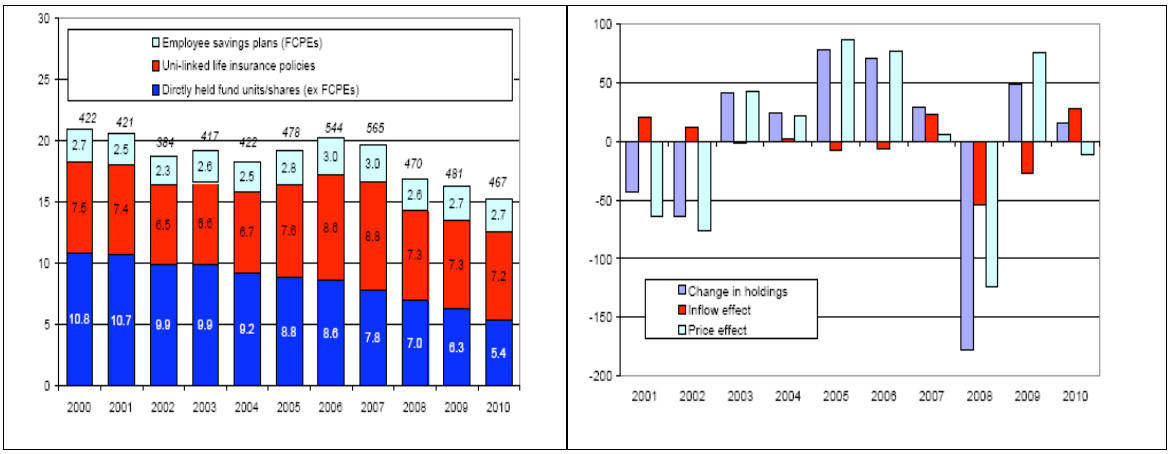
Fonte: AMF (2011)

La percentuale di ricchezza delle famiglie investita in schemi di investimento collettivo si è ridotta nel 2010. Questo calo è ascrivibile alla decisione degli investitori di non detenere direttamente quote di organismi di investimento collettivo del risparmio, che erano pari al 10,8% del totale degli attivi nel 2000 e si sono ridotti al 5,4% a fine 2010. Si ritiene improbabile che il trend descritto venga invertito nel medio termine dal momento che, dal 2011 in avanti, i capital gain realizzati saranno tassati

interamente e non solo se eccedevano i 25.830 euro. Questa riduzione non è stata compensata da performance positive per delle polizze unit-linked e dei fondi pensione, la cui quota sul totale della ricchezza delle famiglie è rimasta sostanzialmente stabile rispetto al 2000 (Figura 10, pannello sinistro). Nel complesso, queste tre categorie di investimenti hanno pesato per il 15,3% nel 2010, contro il 16,3% dell'anno precedente.

In uno scenario caratterizzato da profonda incertezza e basse performance di mercato, le famiglie francesi non hanno effettuato alcune cambiamento circa la quota di asset investita in strumenti con una forte componente azionaria: la percentuale di azioni detenute direttamente o indirettamente, via fondi e polizze unit-linked, era passata dall'11,5% nel 2009 al 11,6% nel 2010. L'ammontare di azioni detenute dalle famiglie francesi era pari a 355 miliardi di euro a fine 2010, contro i 340 miliardi dell'anno precedente, e il contenuto flusso in entrata era stato compensato da un effetto prezzo leggermente negativo (Figura 10, pannello destro).

Figura 10: Attivi gestiti tramite schemi di investimento collettivo e percentuale della ricchezza finanziaria delle famiglie (pannello a sinistra – valori percentuali) e variazioni della detenzione di azioni (pannello a destra - valori in miliardi di euro).



Fonte: AMF (2011)

4. ALCUNE CONSIDERAZIONI SULLA DISTRIBUZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI COMPLESSI E RISCHIOSI ALLA CLIENTELA RETAIL

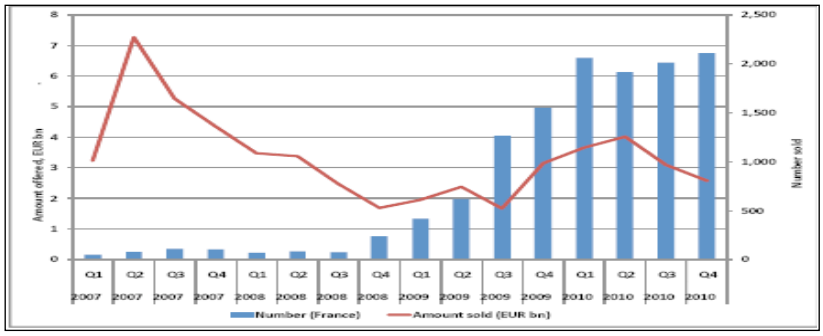
Nel 2010, l'81,4% della ricchezza finanziaria degli investitori francesi è stata investita in prodotti a basso rischio, principalmente depositi bancari e polizze assicurative di tipo *non-unit-linked*. Questo trend può subire un ulteriore rafforzamento a seguito dell'entrata in vigore di Basilea III e dei correlati incentivi per le banche ad incrementare la percentuale di depositi nella loro raccolta. Gli investimenti ad elevato contenuto azionario hanno rappresentato l'11,6%, riflettendo flussi piuttosto bassi e performance di mercato leggermente negative. In particolare, nel 2010 i depositi bancari sono ritornati ad essere la asset class di destinazione principale, nonostante i bassi tassi di interesse. Le risorse investite in polizze assicurative sono state principalmente dirette verso le polizze non-unit-linked, il che riflette sia la riluttanza degli investitori verso i mercati azionari, sia la prudenza dei loro consulenti, che preferiscono raccomandare le non-unit-linked piuttosto che le unit linked, a prescindere dall'effettivo profilo di rischio dell'investitore.

Con particolare riferimento al mercato assicurativo vita, quello francese presenta molte similitudini con il mercato italiano, in termini di dinamica della raccolta, tipologia di prodotti, ed anche dei canali distributivi. In Francia, come in Italia, a dominare il mercato della distribuzione dei prodotti assicurativi è la bancassicurazione, mentre agenti e broker sono i canali prevalenti nel mercato assicurativo vita in Germania.[5]

Il mercato francese ha conosciuto un aumento nella distribuzione dei c.d. prodotti strutturati, che consentono di ottenere migliori rendimenti in un periodo di bassi tassi di mercato. Il mercato francese dei prodotti strutturati ha raggiunto i 13 miliardi di euro, cifra non molto elevata se paragonata a quella relativa a Germania e Italia, ma si segnala, in particolare, per l'aumento del numero di strumenti negoziati, come si può osservare nella figura che segue. La distribuzione di questo tipo di prodotti, che sono spesso offerti on line, attraverso aggressive campagne pubblicitarie, e bypassando il filtro delle reti bancarie e dei consulenti indipendenti, pone evidenti problemi dal punto di vista della protezione dell'investitore.

[5] Si tenga presente che le differenze tra paesi possono originare anche da diversità in termini di struttura del servizio sanitario.

Figura 11: Numero e ammontare dei prodotti strutturati offerti agli investitori francesi



Fonte: AMF (2011)

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

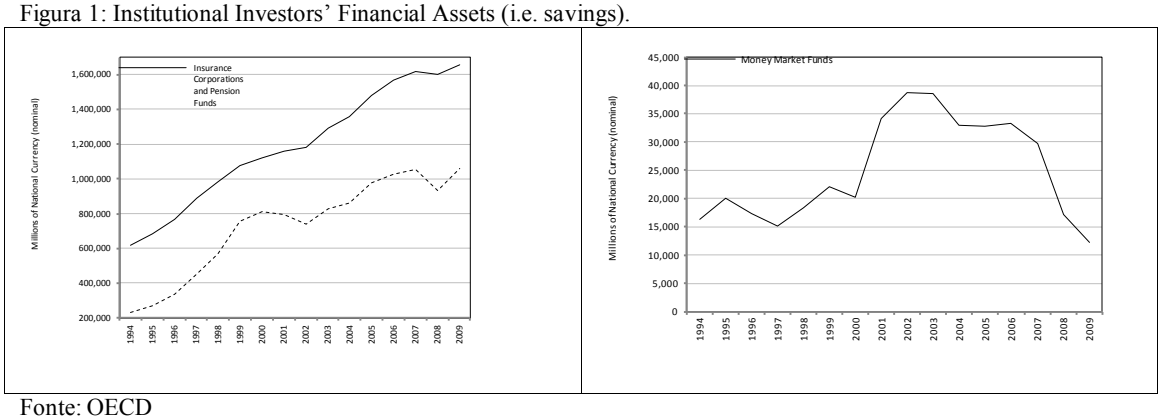
- AMF (Autorité des marchés financiers), 2011, Risk and trend mapping for financial markets and savings, May.
- AFG (Association Française de la Gestion Financière), 2011,The French Asset Management Industry, August.
- Banque de France, 2011, Annual Report

CAPITOLO 2. IL COLLOCAMENTO E LA DISTRIBUZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI IN GERMANIA

1. LO SCENARIO DEL RISPARMIO GESTITO TEDESCO: ALCUNI DATI INTRODUTTIVI

I dati relativi al risparmio gestito tedesco sono disponibili, nel database dell'OECD, dai primi anni novanta sino al 2009. L'orizzonte temporale considerato, quindi, ci permette di analizzare gli effetti della recente crisi finanziaria globale. I dati riportati nella Figura 1 si riferiscono al risparmio proveniente da investitori istituzionali, ovvero assicurazioni, fondi pensione, fondi monetari e *mutual fund*, mentre in Figura 2 è riportato l'andamento dell'investimento del risparmio delle famiglie. In entrambi i casi le quote in fondi speculativi (i.e. hedge fund o fondi speculativi immobiliari) non sono considerate. Il mercato istituzionale del risparmio non sembra aver subito grosse flessioni in seguito alla crisi iniziata nell'agosto del 2007. Sia il mercato assicurativo che quello dei fondi pensione e dei fondi di investimento sono cresciuti nel periodo 1994 - 2009, alimentando quindi la necessità di coprirsi da eventuali rischi sistemici, ed evidenziando un rallentamento tra il 2007 ed il 2008, che è stato relativamente lieve nel caso degli investimenti in assicurazioni e fondi pensione, e più accentuato per i fondi di investimento (pannello sinistro). Tra i fondi di investimento, in particolare, si segnala il drastico calo dei fondi monetari (pannello destro), che hanno fatto osservare forti deflussi di risorse a partire dal 2007.

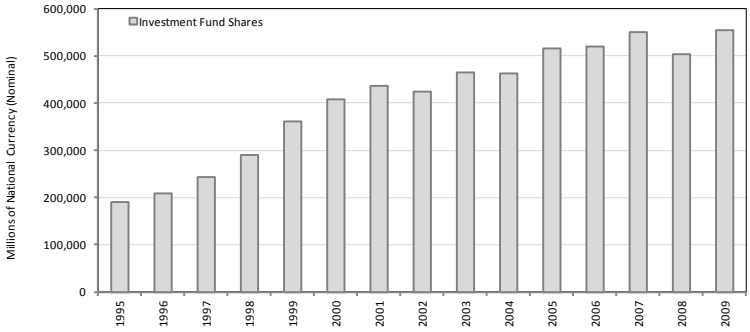
Figura 1: Institutional Investors' Financial Assets (i.e. savings).



Fonte: OECD

L'indisponibilità di dati riferiti agli specifici mercati costringe l'analisi relativa agli investimenti delle famiglie tedesche ad un livello aggregato. La Figura 2 rappresenta, infatti, l'ammontare delle quote di fondi di investimento detenute dalle famiglie in Germania: la rapida crescita verificatasi nella seconda metà degli anni '90, quando il valore è raddoppiato nel periodo 1996 – 2001, ha rallentato negli anni successivi. Con riferimento agli anni più recenti, in particolare, l'ammontare dei risparmi delle famiglie impiegati in fondi di investimento ha fatto registrare una riduzione nel 2008, che è stata comunque compensata dal recupero dell'anno successivo, che ha riportato lo stock di risorse a circa 555,3 miliardi di euro. In definitiva, l'industria del risparmio gestito in Germania sembra avere risentito in misura marginale degli effetti provocati dalla crisi nei mercati internazionali. In particolare, i dati esaminati sembrano confermare la volontà, sia da parte degli investitori istituzionali che delle famiglie, di orientare l'investimento delle proprie disponibilità verso prodotti sicuri.

Figura 2: Households Assets (i.e. savings)



Fonte: OECD

2. L'OFFERTA DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO IN GERMANIA

Il canale distributivo della consulenza finanziaria in Germania, così come nel Regno Unito, è assai articolato. In generale, i consulenti finanziari in Germania non sono stati oggetto di interesse da parte del legislatore nel passato. Solo di recente, ovvero a seguito del recepimento delle direttive europee in materia, il legislatore ha imposto una più precisa disciplina agli operatori del settore. La relativa assenza di regolamentazione nell'esercizio della professione, che favoriva la presenza di soggetti con scarsa competenza, ha reso il ruolo del consulente marginale rispetto all'intero mercato distributivo. In tema, le più grandi società di consulenza finanziaria e le rispettive reti sono state per anni accusate di essere "product pusher". La corte federale tedesca per evitare il prosieguo di tale comportamento ha varato delle nuove regole a tutela del consumatore. Le nuove restrizioni dovrebbero attenuare il grado di sfiducia generale nei confronti della categoria, perciò una crescita della domanda di "independent advisor" (i.e. consulenti indipendenti) è attesa.

Il settore dell'intermediazione finanziaria in Germania è il più sviluppato in Europa. Esso include 300.000 consulenti finanziari e 200.000 imprese che svolgono intermediazione finanziaria. Il totale delle società di intermediazione finanziaria che distribuiscono prodotti di investimento conta per il 33% dell'intera rete distributiva. La figura del "*single-tied agent*" in Germania ha sempre avuto un ruolo prevalente, e solo di recente essa ha perso terreno a vantaggio del "*multi-tied agent*". Da considerarsi che il cattivo utilizzo di specifici prodotti di investimento trova giustificazione anche nel comportamento degli stessi consumatori tedeschi, spesso molto ingenui e propensi ad acquistare prodotti senza realmente comprenderne le caratteristiche, specialmente in termini di rischio.

SVILUPPO DELLA NORMATIVA E CANALI DISTRIBUTIVI

Il potere di regolare l'industria dei servizi finanziari in Germania è affidato alla Banca Centrale (i.e. Bundesbank) ed alla *Federal Financial Supervisory Authority* (BaFin). Chiunque voglia offrire servizi di investimento in Germania necessita dell'autorizzazione della BaFin, e tutti coloro che svolgono attività di consulenza hanno inoltre la possibilità di essere membri del *Financial Planning Standard Board*. L'appartenenza a questo istituto è un segno di qualità per tutti i consulenti finanziari.

La BaFin è l'autorità governativa che controlla le banche, le istituzioni che forniscono servizi finanziari e le compagnie di assicurazione. Dal suo database è possibile ricavare i dati che definiscono l'ampiezza del mercato. La Tabella 1 riporta il numero di soggetti iscritti al registro gestito dall'autorità che offrono servizi di investimento. Il mercato sembra essere

composto per la maggior parte da istituti finanziari ed istituti di credito. Un numero elevato di società finanziarie e di assicurazioni è altresì presente.

Tabella 1: Il Mercato dell'Intermediazione in Germania

Soggetti	Unità
Società Servizi Finanziari	1422
Società Investimento	97
Istituti Finanziari	2096
Istituti di Credito	1920
Filiali e Sportelli	213
Uffici Rappresentativi	76
Compagnie Assicurazione "Tutte"	1656
Assicurazione Vita	93

Fonte: BaFin (2011)

L'avvio dell'attività da parte di banche, istituti finanziari, società di investimento, compagnie assicurative o fondi pensione è subordinato all'autorizzazione della BaFin. Un'eccezione si applica alle aziende che provengono da uno Stato membro dello spazio economico europeo, se in Germania operano in regime di libera prestazione dei servizi. I dati sopra riportati si riferiscono dunque a tutte le società/istituti obbligatoriamente registrati. La BaFin ha il ruolo di vigilare su banche ed istituti finanziari, assicurazioni e sugli intermediari coinvolti nella negoziazione di titoli, svolgendo un'attività nell'interesse dei consumatori dei prodotti e servizi finanziari, perseguendo l'obiettivo di garantire la stabilità del sistema finanziario tedesco.

La Commissione Europea ha introdotto alcune regole che hanno prodotto effetti sul canale distributivo della consulenza finanziaria. Sino al 2007, il business della consulenza finanziaria in Germania non era specificatamente regolato: l'offerta fuori sede di prodotti finanziari si caratterizzava per la presenza di oltre 400.000 individui, denominati "*Finanzberater*", per i quali non era possibile accertare competenza e/o professionalità.

La BaFin gestisce il registro dei *tied-agent*, classificati secondo la sezione 2 (10), comma 6 del "German Banking Act", che contiene la definizione legale di consulenza in tema di investimenti. Secondo la disciplina tedesca, per consulenza si intendono suggerimenti/raccomandazioni/consigli, relativi all'acquisto di prodotti finanziari, forniti ai clienti o a loro rappresentanti. Il consiglio deve essere dettato in seguito all'espressa volontà del cliente/investitore, che si è rivolto alla rete distributiva. Affiche la consulenza rientri nella fattispecie definita dal regolatore è necessario che sia:

a) mirata ad operazioni aventi come oggetto strumenti finanziari;
b) sia indirizzata ai clienti o a loro rappresentanti;
c) vi sia la dichiarazione di idoneità di far svolgere il servizio.

La consulenza nasce dunque nel momento in cui un cliente o suo rappresentate, nel compiere una determinata azione, chiede aiuto ad una terzo che deve agire nel suo interesse. La consulenza è indipendente dall'effettiva conclusione dell'operazione. Il consulente, in linea di massima, presenta una serie di proposte finanziarie al cliente, al quale, in ogni caso, spetta la decisione finale. Ad oggi più di 400.000 individui offrono consulenza finanziaria; di questi, circa 320.000 sono iscritti al registro come *tied-agent* part-time. In media sono tutti consulenti *single-tied* o *multi-tied*, che lavorano per un unico istituto o per un numero limitato di istituti finanziari o imprese di assicurazione.

Secondo la legge attuale ogni soggetto che si propone nel mercato, offrendo prodotti di investimento e/o consulenze finanziarie, è obbligato a far conoscere il proprio titolo, ossia a specificare, ad esempio, se rientra nella categoria dei multi-tied agent, tied agent o in quella degli Independent Financial Advisor. E' inoltre richiesto che sia reso noto il costo della consulenza e/o l'entità delle commissioni sin dall'inizio. Secondo l'attuale disciplina, le categorie di agenti/consulenti possono essere descritte come segue:

- *Independent Financial Advisor*: può fornire consulenza su tutti i prodotti esistenti nel mercato. La consulenza deve seguire il "*best advice principle*";
- *Multi-Tied Adviser* (*Mehrfachagent*): può fornire consulenza su un numero limitato di prodotti esistenti nel mercato offerti dall'organizzazione con la quale essi sono legati. Anche in questo caso i consulenti devono seguire il "*best advice principle*". Da notarsi che in Germania la maggior parte delle società che distribuiscono prodotti finanziari appartengo a questo gruppo;
- *Single-Tied Advisor* (*Gebundener Vertreter*): può fornire consiglio solo su prodotti offerti da una singola banca/assicurazione con la quale è legato contrattualmente, solitamente da un rapporto di lavoro dipendente.

I clienti possono essere persone fisiche o giuridiche. Perciò anche i cosiddetti clienti professionali o clienti istituzionali rientrano sotto la definizione più ampia di cliente. Nulla è citato in merito alle competenze professionali del cliente stesso, ovvero non interessa se questi è anch'esso esperto in materia di investimenti. La disciplina prevede inoltre che al destinatario della consulenza venga rilasciato un contratto di consulenza.

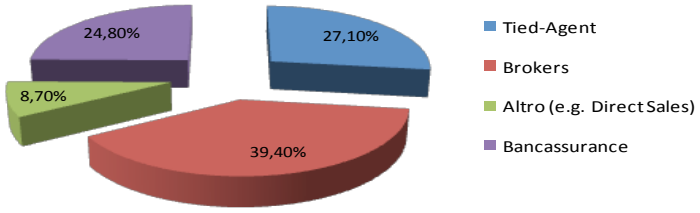
3. La Distribuzione dei prodotti finanziari nel mercato tedesco: un focus sul mercato assicurativo

3.1 La bancassurance

Secondo stime di Allianz SE relative al 2006, in Germania la quota di prodotti vita collocati attraverso la rete bancassurance si attesta intorno al 25%. Le gemelle europee come Portogallo e Spagna presentato rispettivamente quote pari all'86% ed all'81%. Secondo una ricerca condotta da Axco, LIMRA e Swiss Re, la quota di prodotti vita collocati dalle banche-assicurazioni tedesche è pari al 24,8% del totale collocato, come illustrato in Figura 3, i tied agent presentano una quota pari al 27,1%, i broker al 39,4% e gli altri canali distributivi (ad esempio vendite dirette) all'8,7%. Stime passate ricordano che a metà degli anni ottanta la quota di prodotti vita collocati dalla rete tied agent raggiungeva l'80% del mercato per ogni nuovo business. Molte società di consulenza ed agenzie di rating stimavano un progressivo aumento della quota di prodotti vita collocati dalle banche-assicurazioni, in gran parte provocato da una riorganizzazione interna ed un intenso programma di qualificazione professionale dei dipendenti. Una crescita nella quota di distribuzione diretta era prevista solo per alcuni tipi di prodotti.

In Germania la gran parte dei prodotti assicurativi vita è acquistata attraverso la rete bancaria, per mezzo di una rete di consulenti che lavorano nelle diverse filiali. In particolare, i dipendenti delle filiali solitamente vendono prodotti standard, mentre la distribuzione di prodotti più complessi è affidata a degli specialisti.

Figura 3: Allianz Group: Quote di mercato dei differenti canali distributivi nei prodotti assicurativi ramo vita



Fonte: Annual Report 2006, Allianz Group

3.2 GLI INDEPENDENT FINANCIAL ADVISOR (IFA)

Nella prospettiva di creare una rete distributiva più qualificata, alcune restrizioni sono state introdotte per tutti coloro che svolgono attività di consulenza indipendente. Secondo la nuova disciplina, da Maggio 2007, gli IFA devono possedere un'assicurazione di indennità. Generalmente tale premio varia tra gli 800 e 1.200 euro per anno. Come detto sopra, tutti gli IFA sono obbligati a soddisfare determinati requisiti in merito a esperienza e competenze. Essi devono essere iscritti alla Camera di Industria e Commercio (*Industrie und Handelskammer*, IHK). Dati del novembre 2007 riportano l'iscrizione alla Camera di Industria e Commercio da parte di 13.000 IFA e 124.000 *tied agent*. Secondo la nuova normativa, molti consulenti indipendenti non sufficientemente qualificati sono stati costretti lasciare l'industria, il che ha comportato un aumento di credibilità e reputazione per la categoria stessa. I tied agent sono dunque obbligati dalla nuova disciplina alla registrazione presso un registro ufficiale. Si stima che l'effetto della nuova regolamentazione possa portare ad una perdita di quota di mercato da parte degli IFA.

Indagini di mercato hanno dimostrato che il successo di un nuovo prodotto di investimento è influenzato dai diversi canali distributivi. Nel 2005 un significativo incremento è stato registrato dalla rete degli IFA e broker indipendenti, a spese dei tradizionali tied agent. E' inoltre atteso che il ruolo del tied agent, in seguito alla nuova regolamentazione, possa subire ulteriori pressioni. Tra le prime il cambiamento del sistema retributivo, ovvero da una reddito fisso ad una puro guadagno basato sulle commissioni.[6] Da sottolineare che il nuovo ambiente dei prodotti in circolazione richiede ad oggi strategie di vendita differenti, ma soprattutto un profonda conoscenza della complessità degli stessi, nonché del loro funzionamento come prodotti di investimento. Storicamente in Germania, struttura ed ampiezza del canale distributivo, erano fondate sulla commercializzazione di semplici e primitivi prodotti che qualunque agente collegato era in grado di collocare. Ad oggi non è più così, considerato il livello di complessità dei nuovi prodotti e la competizione con i "nuovi" IFA, i quali per legge devono soddisfare standard professionali più alti rispetto al passato.

[6] Sezione 84, German Commercial Code.

3.3 I TIED AGENT

Il più importante canale distributivo di prodotti vita per le più grandi compagnie assicurative in Germania è quello del tied agent. Le più grandi compagnie assicurative tendono a distribuire i propri prodotti per mezzo di accordi di *bancassurance*. Il canale del tied agent rimane in ogni caso il principale canale distributivo per le medie e piccole compagnie assicurative del Paese. Non potendo sfruttare effetti di scala, tali compagnie, sono spesso costrette a costituire una propria rete nazionale di tied agent. Le reti dei broker e dei consulenti finanziari sono spesso il canale principale per i nuovi entranti nel mercato tedesco. Da notarsi che in Germania ci sono alcune compagnie assicurative state-owned che operano via tied agent e accordi di banca-assicurazione, ma con una presenza limitata da un'area locale.

In Germania, broker e multi-tied agent dominano il mercato della distribuzione delle unit-linked, con una quota pari al 50% sul numero totale di polizze sottoscritte. Solo un numero limitato di tutte le compagnie assicurative registrate in Germania è specializzato nella vendita diretta di prodotti vita. Esse distribuiscono spesso i loro prodotti attraverso call center e/o internet. La vendita diretta rappresenta, in ogni caso, una piccola quota di mercato.

3.4 LA DISCIPLINA DELLA DISTRIBUZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI: ALCUNE CONSIDERAZIONI

La nuova disciplina tedesca sui canali distributivi e sul collocamento dei prodotti di investimento sembra essere sovrapponibile a quella vigente nel mercato britannico post recepimento della MIFID. Dal punto di vista strettamente giuridico, non vi sembrano essere rilevanti differenze. Il recepimento della direttiva comunitaria ha portato notevoli cambiamenti rispetto alla disciplina precedente. In principio, chiunque poteva svolgere attività di vendita di prodotti di investimento, e, ad esempio, non era raro trovare un venditore di auto a proporre prodotti finanziari. Tuttavia, con l'introduzione, tra l'altro, dell'obbligo di registrazione alla camera di commercio e il dovere di dichiarare il proprio titolo di consulente al cliente, il mercato è stato completamente rivoluzionato. Data, invece, la presenza di una preesistente disciplina, seppure meno severa, nel Regno Unito, il mercato distributivo non è stato particolarmente stravolto.

Tabella 2: Distribuzione dei prodotti assicurativi ramo vita in Germania nel 2006 (valori %)

Dipendenti	9.8
Agenti	46.5[7]
Brokers	21
Altri Intermediari	2.4
Bancaassicurazione	20.3

Fonte: CEA Statistics

[7] Il 90% è rappresentato da agenti collegati (i.e. tide agent)

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Bafin (Bundesastalt Für Finanzdienstleinstungsaufsicht), Federal Financial Supervisory Authority (2009), Annual Report.
- Gomorra, L.T. e Growitsch, C. (undated) Single versus Multi-channel distribution strategies in the German life insurance market, mimeo.
- Allianz SE (2006), Annual Report.

CAPITOLO 3. IL COLLOCAMENTO E LA DISTRIBUZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI IN SPAGNA

1. IL QUADRO FINANZIARIO DI RIFERIMENTO

L'analisi dei dati relativi al settore degli investimenti finanziari spagnolo non può non tenere conto del contesto economico-finanziario di riferimento che, unito alla profonda ristrutturazione dell'intero settore in atto, hanno contribuito a determinare l'andamento dei principali indicatori negli ultimi anni. La crisi economico-finanziaria ha avuto un impatto significativo sull'economia spagnola e sul settore degli investimenti in particolare (Tabella 1)

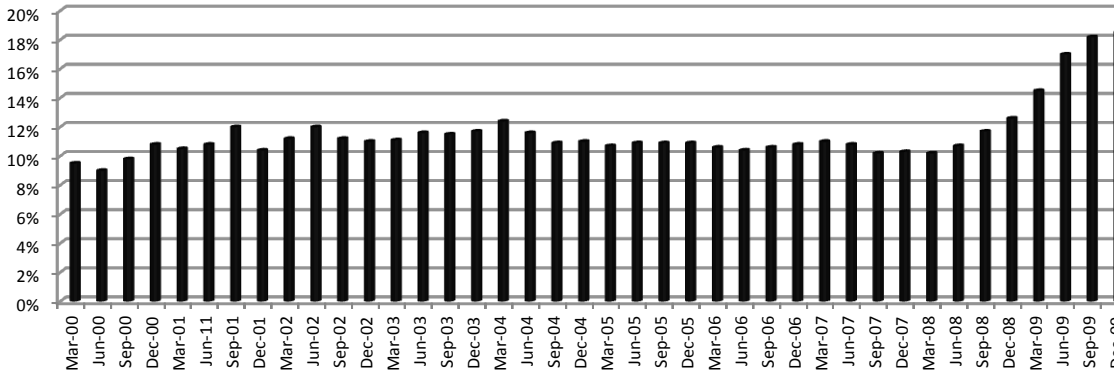
Tabella 1 - Quadro economico di riferimento Spagna, principali indicatori

	2006	*2007*	*2008*	*2009*	*2010*	*2011E*[8]	*2012E*
PIL	4,0	3,6	0,9	-3,7	-0,1	O,8	1,1
Consumi privati	3,8	3,7	-0,6	-4,3	1,2		
Consumi pubblici	4,6	5,5	5,5	3,2	-0,7		

Fonte: Comición Nacional del Mercado de Valores, Banco de España

L'andamento del tasso di risparmio delle famiglie spagnole (Figura 2), in termini di percentuale sul reddito lordo disponibile, mostra le modifiche significative che sono intervenute negli ultimi mesi. Da un tasso di risparmio sostanzialmente stabile fra il 10% e l'11% fino agli inizi del 2009, si è passati ad un tasso superiore al 18% nel 2010. Così, mentre fino al 2009 la Spagna ha fatto registrare tassi di crescita significativi nel settore degli investimenti mobiliari e immobiliari, con tassi di indebitamento che passano dal 45% del reddito disponibile negli anni '90 al 130% nel 2008, negli anni successivi gli investimenti delle famiglie subiscono un brusco calo, passando dal 10% medio del PIL fra il 2003 e il 2007 (con una punta del 15% negli anni 2005 e 2006) al 3% del 2010.[9]

Figura 1 – Andamento tasso di risparmio delle famiglie spagnole (% del reddito lordo disponibile)



Fonte: *Comición Nacional del Mercado de Valores, Securities markets and their agents: situationand outlook III 2010*

[8] Previsioni FMI
[9] Fonte: Cuentas Financieras del Banco de España.

Anche la composizione degli attivi delle famiglie subisce una sostanziale modifica che segue due fasi distinte:

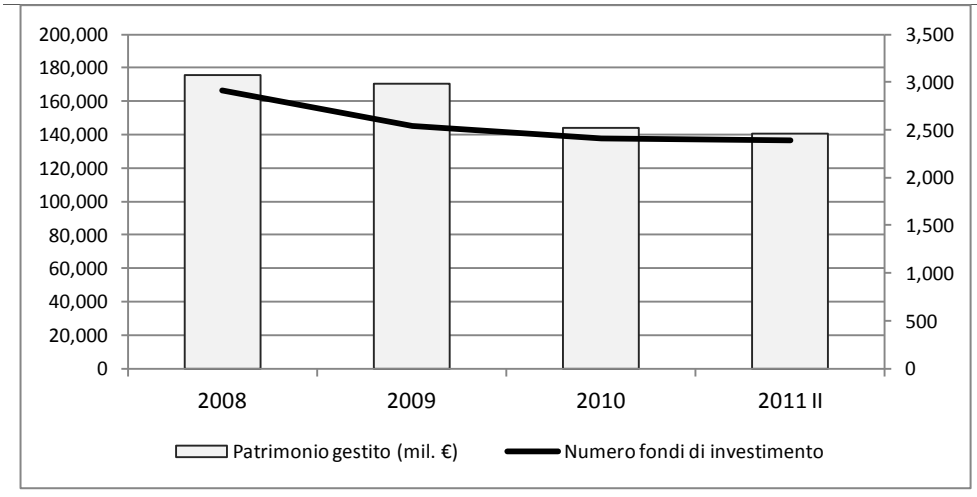
- una prima fase dall'inizio della crisi a marzo 2009, caratterizzata da una crescita generalizzata dell'avversione al rischio da parte degli investitori, da una forte contrazione del ruolo dei fondi di investimento (elevati rimborsi) e da una maggiore preferenza verso forme di deposito a medio termine
- una seconda fase, a partire dal marzo 2009, in cui i depositi costituiscono il principale strumento di investimento e anzi si registra un travaso di liquidità da forme di deposito a tempo determinato verso forme a vista. Sempre in questa fase si rileva un rallentamento nell'emorragia di rimborsi dai fondi di investimento a fronte di un recupero negli investimenti azionari soprattutto nei primi mesi del 2010.

Assume particolare rilievo la crescita degli investimenti delle famiglie spagnole in strumenti finanziari emessi all'estero che passa dal 10% del PIL fino al 2008, ad oltre il 20% nel 2010 con punte di quasi il 40% nel 2009.

2. IL SETTORE DEL RISPARMIO GESTITO

La Figura 2 mostra l'andamento del settore del risparmio gestito in Spagna negli ultimi anni. La crisi finanziaria ha portato, come abbiamo visto nell'analisi sul risparmio delle famiglie, uno spostamento dei capitali verso forme molto liquide e meno rischiose. L'acquisizione netta di attivi finanziari da parte delle famiglie spagnole, al primo trimestre 2011 è passato al 3,5% del PIL, contro un 4,4% nel 2010.

Figura 2 – Risparmio gestito in Spagna per patrimonio gestito e numero di fondi



Fonte: *Comición Nacional del Mercado de Valores*

Il patrimonio dei fondi di investimento continua il percorso di contrazione avviato nel 2008, pur se a ritmi inferiori rispetto al 2010, caratterizzato da un numero elevato di rimborsi.

Nei primi sei mesi del 2011 il patrimonio gestito si è ridotto infatti di un ulteriore 2,5%, situandosi a poco più di 140 miliardi di euro complessivi, a fronte di una contrazione del 9% nel 2010. Cresce il peso relativo dei fondi a rendimento varabile rispetto a quelli a rendimento fisso, che passano dall'8,7% del patrimonio gestito al 7,4%. Di segno completamente opposto i fondi di investimento esteri commercializzati in Spagna che nel 2010 hanno fatto registrare una crescita del 28,5% del patrimonio gestito, raggiungendo i 32,4 miliardi di Euro.

Due i principali trend che riguardano il settore del risparmio gestito in Spagna, sulle cui prospettive future pesa l'incertezza e la forte pressione competitiva degli strumenti di deposito e dei fondi di investimento esteri:

- un processo di razionalizzazione dell'offerta di fondi di investimento, attraverso fusioni fra fondi, che ha portato ad una contrazione del numero dei fondi negli ultimi anni
- un processo di ricerca di una maggiore efficienza attraverso una riduzione dei costi di gestione

Un comparto del settore del risparmio gestito che ha mostrato una nuova fase di espansione riguarda gli Hedge Funds che mostrano tassi di crescita significativi sia nel numero di soggetti registrati che nel volume di patrimonio(Tabella 2).

Tabella 2 – Principali indicatori segmento Hedge Funds

	2007	2008	2009	2010	I sem. 2011	Variazione % 2010 – I sem. 11
Numero	21	24	29	30	35	*17%*
Patrimonio (milioni €)	445,8	539,4	652,0	646,2	719,0	*11%*
Numero Sottoscrittori	1.127	1.589	1.917	1.852	1.984	*7%*

Fonte: Comición Nacional del Mercado de Valores

3. QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO SUI SERVIZI DI INVESTIMENTO

Il quadro regolamentare spagnolo che ha recepito la normativa Europea sui servizi di investimento si fonda su due pilastri legislativi principali, che sono stati di volta in volta integrati da altre disposizioni che hanno normato aspetti specifici.

La prima norma di riferimento è la Legge 37/1998 (16 novembre), anche nota come *Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores* che riforma e razionalizza l'intera normativa del settore dei mercati finanziari spagnoli, introducendo importanti innovazioni e recependo la Direttiva 93/22/CE.

La seconda norma è il Real Decreto 217/2008 (15 febbraio) che completa la ricezione delle disposizioni europee in tema di servizi di investimento, nella regolamentazione spagnola.

Completa il quadro giuridico di riferimento la Legge 24/1988 (28 Luglio) sul regime giuridico delle imprese di servizi di investimento, sulla protezione degli investitori e sui requisiti gestionali e organizzativi.

3.1 PRINCIPALI CONTENUTI DELLA NORMATIVA

La Legge 37/1998, che riforma la *Ley del Mercado de Valores*, recependo la direttiva UE n.93/22/CEE, introduce importanti innovazioni all'interno del sistema finanziario spagnolo fra cui:

- il principio del "passaporto comunitario" che apre il mercato spagnolo agli operatori esteri, prevedendo la possibilità per imprese di investimento autorizzate in altri stati membri dell'Unione Europea di operare liberamente in tutto il territorio dell'Unione;
- la distinzione fra mercati regolamentati e non regolamentati e quindi fra società di investimento "membri di borsa" e "non membri di borsa";
- ridefinisce e amplia gli obblighi di trasparenza e di informazione;
- introduce nell'ordinamento spagnolo i nuovi strumenti finanziari che si erano sviluppati sul mercato e che non avevano ancora trovato un riferimento giuridico (swap, otions, futures ecc.);
- definisce le imprese di investimento "*Empresas de servicios de inversión*" (di seguito ESI), le forme giuridiche e le attività principali e accessorie ad esse associate;
- attribuisce alla *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (di seguito CNMV) le competenze di supervisione e controllo delle attività delle ESI.

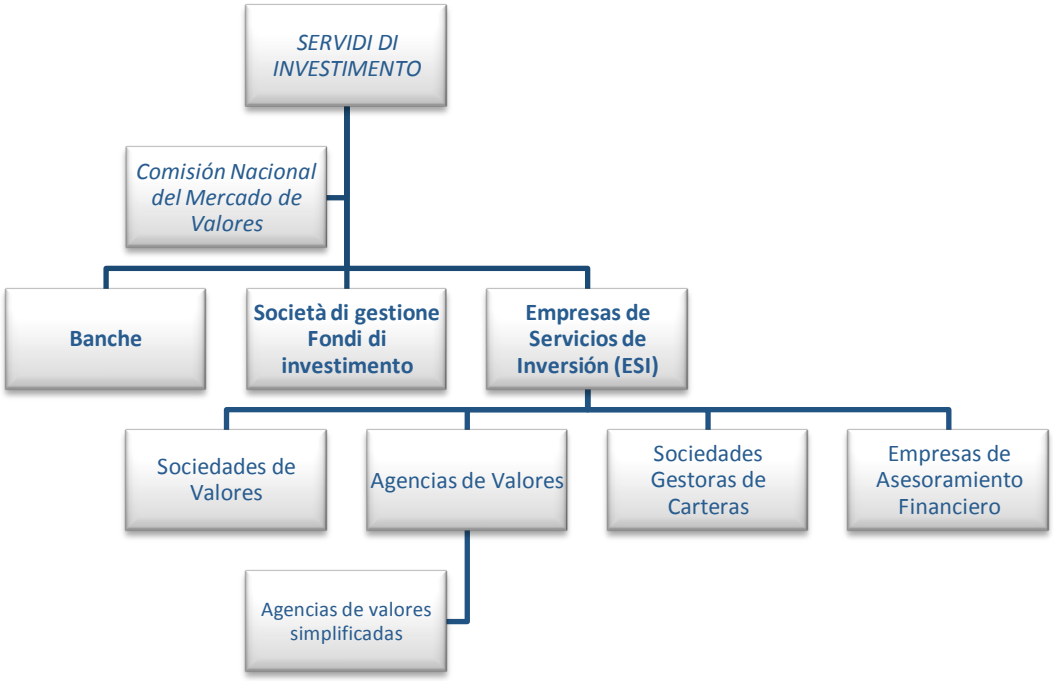
Il Real Decreto 217/2008 integra le disposizioni precedenti, recependo la Direttiva Europea 2004/39/CE e le successive norme di applicazione: Direttiva 2006/73/CE e Regolamento 1287/2006/CE.
Nello specifico il Decreto in oggetto introduce alcune novità importanti, in particolare:

- distingue fra ESI, a cui si applicano tutte le disposizioni previste dalla norma in oggetto, e le restanti entità che prestano servizi di investimento, nello specifico banche e società di gestione di fondi comuni, rispetto alle quali si applicano solo gli articoli rilevanti in tema di esercizio di prestazione di servizi di investimento;
- nella definizione di servizi di investimento introduce il concetto di consulenza finanziaria, distinguendo tale attività da una generica attività di promozione e commercializzazione di prodotti finanziari e valori mobiliari all'interno di un normale rapporto commerciale. A tal fine la norma introduce una figura giuridica specifica, la "Empresas de Asesoramento Financiero" (di seguito: Società di Consulenza Finanziaria), rispetto alle quali viene riconosciuto un regime autorizzativo specifico e semplificato, data la natura dell'attività svolta;
- riconosce l'esistenza, all'interno delle forme giuridiche che possono assumere le ESI, di una tipologia specifica di *Agencias de Valores (l'Agencias de Valores Simplificadas)*, autorizzata esclusivamente alla ricezione e trasmissione di ordini, senza l'acquisizione di fondi dai clienti, con requisiti di adeguatezza patrimoniale inferiori;
- introduce l'obbligo di verificare l'idoneità o la convenienza dei prodotti e dei servizi di investimento rispetto al cliente e di categorizzare la clientela in "professionali" o "retail";
- amplia gli obblighi informativi (circa i prodotti e gli strumenti offerti, i rischi e tutti i costi relativi) e gli strumenti di tutela della clientela.

4. L'OFFERTA DI SERVIZI DI INVESTIMENTO

Sulla base del quadro normativo di riferimento è possibile configurare la struttura dell'offerta nel sistema finanziario spagnolo in tema di servizi di investimento (Quadro 1).

Quadro 1 – Servizi di investimento – struttura dell'offerta



Sono "*Empresas de Servicios de Inversión*" (ESI o Imprese di Servizi di Investimento) quei soggetti finanziari la cui attività principale consiste nel prestare servizi di investimento, con carattere professionale, a terzi[10]. L'autorizzazione a svolgere tale attività è di competenza della *Comisón Nacional del Mercado de Valores (CNMV)*, alla quale la ESI deve presentare un piano delle attività e dei servizi che intende prestare e dei mezzi a disposizione al fine di ricevere l'autorizzazione (che compete al Ministro dell'Economia su proposta della *Comisión Nacional del Mercado de Valores*) e l'iscrizione nell'apposito registro (è previsto un registro per ciascuna tipologia di società). Sempre secondo le disposizioni di legge le ESI, conformemente al proprio regime giuridico, possono prestare alcuni servizi principali e alcune attività complementari secondo l'elenco fornito dall'art. 63 commi 1 e 2:

I. Servizi di investimento
   a) ricezione e trasmissione di ordini per conto terzi in relazione ad uno o più strumenti finanziari;
   b) esecuzione di tali ordini per conto terzi;
   c) negoziazione per conto proprio;
   d) gestione discrezionale e individualizzata di portafogli di investimento secondo i mandati conferiti dagli investitori;
   e) collocamento di strumenti finanziari;

[10] Art. 62 comma 1 Legge 37/1998 del 16 novembre

f) garanzia sulla sottoscrizione di emissioni e offerte pubbliche di vendita;
g) consulenza in materia di investimento, intendendosi per tale attività la prestazione di consulenze personalizzate ad un cliente, sia su iniziativa dello stesso e sia su iniziativa dell'impresa di investimento, in relazione ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari. Non si considera consulenza ogni raccomandazione di carattere generico e non personalizzata che possa realizzarsi nell'ambito della commercializzazione di strumenti o valori finanziari, e che abbia valore di comunicazioni di carattere commerciale. Non si considereranno altresì consulenze le raccomandazioni che si divulgano esclusivamente attraverso canali di distribuzione o al pubblico. Si considera consulenza personalizzata quella diretta ad una persona in qualità di investitore o potenziale investitore o in qualità di rappresentante o delegato dallo stesso. La consulenza dovrà essere idonea rispetto alla persona a cui è diretta, sulla base della considerazione delle sue circostanze individuali e dovrà avere per oggetto una delle seguenti azioni:
    i. acquisto, vendita, sottoscrizione, scambio, rimborso, gestione o garanzia di uno strumento finanziario specifico
    ii. esercizio o non esercizio di un qualsiasi diritto conferito da uno strumento finanziario specifico per acquistare, vendere, sottoscrivere, scambiare o rimborsare, uno strumento sottostante
h) la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione

II. <u>Attività complementari</u>
a) deposito o amministrazione per conto terzi di strumenti finanziari secondo la definizione contenuta nell'art. 2 della Legge 24/1988;
b) concessione di crediti o prestiti agli investitori, affinché possano realizzare un'operazione su uno o più strumenti finanziari, sempre che in tale operazione intervenga l'impresa che concede il credito;
c) consulenza alle imprese circa la struttura del capitale, la strategia industriale e questioni affini; consulenza e altri servizi in relazione ad operazioni di finanza straordinaria;
d) servizi legati a prestazioni di garanzie per emissioni o collocamento di strumenti finanziari;
e) consulenza per l'investimento in uno o più strumenti finanziari;
f) elaborazione di analisi finanziarie o altre forme di consulenza relativa ad operazioni su strumenti finanziari;
g) servizi di cambio di valuta, quando collegati a prestazione di servizi di investimento;
h) servizi di investimento, così come servizi complementari, che si riferiscono al sottostante non finanziario degli strumenti derivati contemplati nei punti 3, 4, 5 e 8 dell'art. 2 della Legge 24/1988.

Cinque sono le categorie di ESI previste dall'ordinamento spagnolo che ne definisce i confini di attività e, di conseguenza, il regime di adeguatezza patrimoniale e autorizzativo:

- <u>*Sociedades de Valores*</u> (che corrispondono alla categoria anglosassone dei brokers/dealers): possono svolgere qualsiasi tipologia di attività prevista dalla Legge (servizi di investimento e attività complementari) sia in conto proprio e sia per conto terzi;

- *Agencias de Valores* (che corrispondono alla categoria anglosassone dei brokers): possono svolgere tutti i servizi di investimento ad esclusione della negoziazione in conto proprio di valori mobiliari (punto c. servizi di investimento), della concessione di crediti o finanziamenti finalizzati ad operazioni di investimento finanziario (punto b. attività complementari), o di garanzie sulla sottoscrizione di emissioni e offerte pubbliche di vendita (punto f. servizi di investimento) e possono operare solo per conto terzi, con o senza rappresentanza
- *Agencias de Valores Simplificadas*: possono prestare esclusivamente il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, senza la possibilità di acquisire fondi o strumenti finanziari da parte dei propri clienti
- *Sociedades Gestoras de Carteras* (Società di Gestione Patrimoniale): svolgono professionalmente attività di gestione di portafogli individualizzati e con carattere discrezionale e gestionale (punto d. servizi di investimento), consulenza e analisi alle imprese sulla struttura patrimoniale e finanziaria, consulenza e altri servizi in relazione a fusioni o acquisizioni di imprese e a investimenti finanziari, (punti d. ed f. attività complementari)
- *Empresas de Asesoramiento Financiero* (EAFI – Imprese di Consulenza Finanziaria) che possono prestare esclusivamente servizi di consulenza in materia di investimenti e servizi ausiliari, come consulenza sulla struttura patrimoniale, strategie industriali, consulenza e altri servizi in relazione a fusioni o acquisizioni di imprese e analisi finanziaria. Possono essere sia persone fisiche che giuridiche e hanno un apposito registro separato sempre sotto la responsabilità della CNMV.

Il Capitolo V del *Real Decreto 217/2008* introduce e regolamenta la figura degli agenti delle imprese di servizi di investimento, la cui attività è sottoposta alla supervisione della *Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Le ESI possono assumere agenti per la promozione e la commercializzazione dei servizi finanziari. La normativa spagnola, prima della MIFID non prevedeva nello specifico nessuna figura di tied agent e più in generale di vendita fuori sede di valori mobiliari.

La norma definisce la figura dell'agente (che può essere sia una persona fisica che una persona giuridica), distinguendola dai soggetti che operano sulla base di un rapporto subordinato con la società di investimento o che operano sulla base di un contratto di agenzia con una società diversa dalla ESI o con un ente creditizio. La norma recepisce inoltre il principio di responsabilità delle imprese di servizi di investimento rispetto agli atti compiuti dai propri agenti[11], secondo quanto previsto dalla MIFID, prevedendo che la società stessa disponga di adeguati strumenti di controllo.

Infine si fa divieto all'agente di acquisire o detenere fondi o titoli per conto del cliente anche solo a titolo transitorio. Tutti i fondi dovranno transitare direttamente dall'investitore all'impresa di investimento e viceversa.

[11] Art. 25 comma 1. Tale responsabilità è ribadita anche nell'art.37 "*Condiciones para delegar la relización de servicios de inversión o el ejercicio de funciones esenciales para su prestación*".

4.1 GLI OPERATORI NELL'OFFERTA DI SERVIZI DI INVESTIMENTO

Una prima premessa importante riguarda il ruolo che il settore bancario gioca nel comparto della prestazione di servizi di investimento in Spagna (Tabella 3)

Tabella 3 - Commissioni riscosse per servizi di investimento- tipologia di società - 2010

	Sociedades y Agencias de Valores		Sociedades Gestoras de Carteras		Entidad de Credito	
	(milioni di €)	*% su totale*	*(milioni di €)*	*% su totale*	*(milioni di €)*	*% su totale*
Totale servizi di investimento	749	*22,4%*	18	0,5%	2.584	*77,1%*
Collocamento e garanzia	11	*4,0%*	-		267	*96,0%*
Compravendita titoli	593	*59,3%*	-		407	*40,7%*
Gestione patrimoniale	33	*23,6%*	18	12,9%	89	*63,5%*
Amministrazione e custodia	23	*4,2%*	-		524	*95,8%*
Commercializzazione fondi di investimento	89	*6,4%*	0		1.297	*93,6%*

Fonte: CNMV e Banco de España

In generale il settore delle imprese di investimento (ESI) nel suo complesso continua a soffrire degli effetti della crisi che ha portato una forte contrazione nei volumi intermediati e nelle componenti di reddito derivanti dai servizi più tipici dell'attività. È però possibile individuare alcune differenziazioni importanti fra le diverse tipologie di operatori che compongono le ESI, secondo la normativa, che possono fornire utili indicazioni sulle prospettive dei singoli segmenti di mercato.

Il settore si caratterizza per quattro principali categorie di entità già individuate dalla normativa di riferimento e che qui riprendiamo per maggiore chiarezza:

- Sociedades de Valores (Brokes-Dealers)
- Agencias de Valores (Brokers)
- Sociedades Gestoras de carteras (società di gestione patrimoniale)
- Empresas de Asesoramiento Financiero (imprese di consulenza finanziaria), di recente introduzione (2009)

Tutte le tipologie sono soggette all'obbligo di registrazione presso la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) che detiene distinti registri.
Complessivamente il settore mostra tre trend fra loro differenti (Tabella 4):

- una generale contrazione delle ESI di nazionalità spagnola, che contraddistingue in modo particolare il segmento dei soli Brokers
- un'espansione nel numero di soggetti esteri (Borkers e Delaers) che operano in Spagna sia attraverso l'apertura di proprie filiali e sia in regime di libera prestazione di servizi (+12%)
- una esplosione delle imprese di consulenza finanziaria sia in termini di numero di entità (+225%), che in termini di numero di contratti (+667%) e di patrimonio oggetto della consulenza (+1.043%)

Tabella 4 - Dettaglio ESI registrate presso la CNMV

	31-dic-07	31-dic-08	31-dic-09	31-dic-10	2009-2010
Entità Nazionali	99	101	100	95	-5%
Sociedades de Valores	46	51	50	50	0%
Agencias de Valores	53	50	50	45	-10%
Entità estere	1.424	1.818	1.940	2.176	12%
Con filiali	29	37	36	41	14%
Libera prestazione servizi	1.395	1.781	1.904	2.135	12%

Empresas de Asesoramiento Financiero

	31-dic-09	31-dic-10	I sem 2011
Numero di imprese	16	52	64
Patrimonio oggetto di consulenza (milioni di euro)	1.411	16.122	16.968
Clienti retail	26%	11%	12%
Clienti professionisti	74%	89%	87%
Numero di contratti	317	2.430	3.728
Clienti retail	92%	97%	97%
Clienti professionisti	8%	3%	3%

Fonte: Comición Nacional del Mercado de Valores

Le società di gestione patrimoniale operanti in Spagna e registrate presso la CNMV a giugno 2011 erano solo 6, con volumi intermediati sostanzialmente stabili negli ultimi tre anni.
Si tratta di un segmento dell'offerta che ha subito un impatto profondo dalla crisi finanziaria. La contrazione è evidente non solo nel numero di operatori e nei volumi (a fine 2010 il patrimonio gestito (Figura 4b) era sceso sotto i 3 miliardi di euro, con una contrazione del 3%), ma anche in termini di redditività, con un utile netto si contrae del 58% fra giugno 2010 e giugno 2011 (il margine operativo cala del 28%). Una riduzione prevalentemente dovuta ad un calo delle commissioni percepite per i servizi di gestione del 36%, che non riesce ad essere compensata da un recupero del margine di interesse (+78%) e da una contrazione delle spese di gestione (-20%).

Il mercato procede quindi su due binari distinti che vedono una maggiore vivacità degli operatori esteri rispetto a quelli nazionali, che rimangono ancora legati ad un contesto nazionale. Solo tre ESI hanno infatti chiesto il passaporto europeo, mentre altre 37 operano all'estero in regime di libera prestazione di servizi con un'operatività che in questi ultimi anni tende ad ampliarsi ai paesi dell'Est Europa.

Figura 4a - Brokers-Dealers (membri Borsa) – Volumi intermediati (miliardi di Euro)

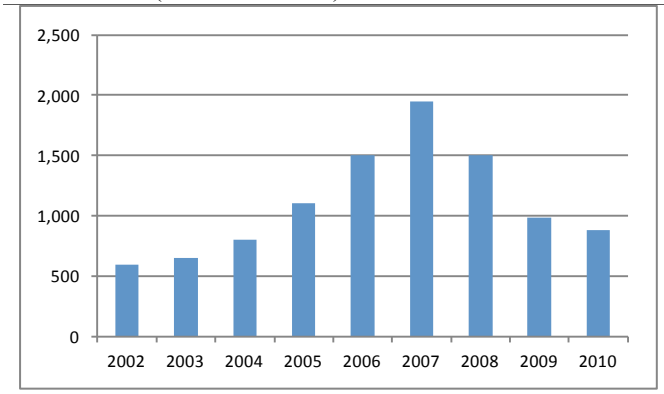
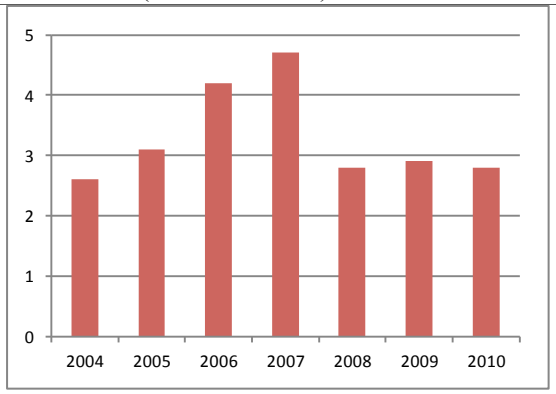


Figura 4b - Società gestione patrimoniale – volumi intermediati (miliardi di Euro)



Fonte: Comición Nacional del Mercado de Valores

Da un punto di vista reddituale, le principali voci di conto economico a livello aggregato delle ESI (ad esclusione delle Società di Consulenza Finanziaria – *Tavola 5*), mostrano, rispetto ai primi sei mesi del 2011 un tendenziale miglioramento caratterizzato da:

- un recupero del margine di interesse;
- un rallentamento nella contrazione delle commissioni che nel 2010 avevano perso il 21%, e un recupero delle commissioni per collocamento e garanzia;
- una contrazione delle spese di gestione di un ulteriore 2%;
- un risultato ante imposte in recupero, seppur contenuto (+1,4%);
- il perseguire della contrazione delle commissioni per ricezione e comunicazione ordini che costituiscono la principale componente economica dell'attività tipica (circa il 63% delle commissioni percepite) di un ulteriore 7%;
- una crescita, sia in termini relativi che assoluti, passando dal 5,6% all'8,3% delle commissioni percepite, della componente legata all'attività di consulenza in strumenti di investimento;
- un incremento del numero di ESI che fanno registrare una perdita di esercizio, che è passato da 23 imprese a fine 2010 a 30 nel primo semestre 2011. A fronte di questo dato si rileva però un volume complessivo di perdite accumulate a livello di sistema in calo del 26%, a 9 milioni di Euro.

Il settore, pur se presenta alcuni segnali positivi, appare ancora caratterizzato da elementi di fragilità.

Tabella 5 – Dati in sintesi - Conto Economico Imprese di servizi di investimento[12]

(migliaia di Euro)	2.010	2011 II		Variazione su base annua
MARGINE DI INTERESSE	104.091	54.408		21,4%
COMMISSIONI NETTE	653.120	329.782		-3,8%
Commissioni percepite	945.201	486.396	100%	-2,8%
Ricezione e comunicazione ordini	593.382	304.391	62,6%	-7,3%
Collocamento e garanzia	11.247	4.011	0,8%	14,5%
Deposito valori	22.733	11.079	2,3%	-2,9%
Gestione di patrimoni	51.390	22.994	4,7%	-5,7%
Consulenza finanziaria per investimenti	53.382	40.481	8,3%	52,8%
Commercializzazione strumenti investimento collettivo	89.468	42.457	8,7%	-4,1%
Altre	213.067	103.440	21%	
RISULTATO GESTIONE FINANZIARIA	49.095	38.963		-49,4%
MARGINE LORDO DI GESTIONE	830.991	416.655		-2,5%
Spese di gestione	522.320	259.840		-2,0%
RISULTATO ANTE IMPOSTE	289.186	157.391		1,4%
RISULTATO NETTO D'ESERCIZIO	204.225	127.178		-7,7%

Fonte: Comición Nacional del Mercado de Valores

Può essere utile un confronto dei principali indicatori economici rispetto alle due principali tipologie di ESI: le Sociedades de Valores e le Agencias de Valores (Tavola 6).

- Sociedades de Valores. Il settore si caratterizza per un'elevata concentrazione: le prime 5 società hanno prodotto il 60% del profitto del settore. Fra il 2009 e il 2010 hanno visto una contrazione dei profitti (risultato netto d'esercizio) del 22%. I primi sei mesi del 2011 sembrano indicare una seppur fragile ripresa, con un risultato della gestione ante imposte in crescita dell'1,7% e un Margine Lordo di Gestione sostanzialmente stabile. Anche le commissioni nette percepite, che nel 2010 avevano fatto registrare un calo del 5% sembrano migliorare. Guardando invece in dettaglio le diverse voci che compongono le "commissioni percepite", che nei primi sei mesi del 2011 registrano un calo dell'1% rileviamo che le commissioni associate a esecuzione di ordini di compravendita di valori subiscono una riduzione del 7%. A fronte di questa contrazione, crescono con percentuali elevate le commissioni per consulenza finanziaria agli investimenti (+52%) e le commissioni per le gestioni patrimoniali (+24%)
- Agencias de Valores che si distinguono in due categorie:
  - Agencias de Valores membri di Borsa, la cui principale voce di profitto è data dalle commissioni per la ricezione e il trasferimento di ordini e i cui volumi intermediati sono mostrati nella Tabella 4a
  - Agencias de Valores che non sono membri di Borsa (che sono la maggioranza) specializzate in particolari categorie di servizi

  Nel 2010, ad una contrazione del risultato ante imposte del 6,4%, che ha però visto un miglioramento per oltre la metà delle società del settore, e del margine lordo di gestione del 16%, corrisponde un risultato netto d'esercizio in crescita del 47%. Per le Agencias de

[12] Escluse imprese di consulenza finanziaria.

Valores le commissioni per ricezione e trasmissione ordini hanno fatto registrare una contrazione ancora più marcata, rispetto alle Sociedades de Valores, pari al 29%, con un peso relativo in decrescita, dal 37% al 30% sul totale commissioni percepite.

Tabella 6 – Principali componenti conto economico per tipologia di ESI

(migliaia di Euro)	SOCIEDADES DE VALORES			AGENCIAS DE VALORES		
	2009	2010	Var %	2009	2010	Var %
MARGINE DI INTERESSE	163.272	102.054	*-37%*	2.654	1.629	*-39%*
COMMISSIONI NETTE	562.082	533.858	*-5%*	127.457	109.165	*-14%*
Commissioni percepite	782.214	798.152	*2%*	144.351	126.055	*-13%*
Ricezione e comunicazione ordini	548.362	555.207	*1%*	53.855	38.176	*-29%*
Collocamento e garanzia	26.326	8.499	*-68%*	2.950	2.748	*-7%*
Deposito valori	16.183	22.367	*38%*	509	366	*-28%*
Gestione di patrimoni	11.768	13.880	*18%*	19.584	19.489	*0%*
Consulenza finanziaria per investimenti	57.051	49.433	*-13%*	2.750	2.790	*1%*
Commercializzazione strumenti inv. collettivo	63.341	65.487	*3%*	23.968	23.946	*0%*
RISULTATO GESTIONE FINANZIARIA	45.266	48.588	*7%*	1.866	456	*-76%*
MARGINE LORDO DI GESTIONE	792.440	710.580	*-10%*	130.640	109.834	*-16%*
RISULTATO ANTE IMPOSTE	349.962	278.519	*-20%*	10.121	9.476	*-6%*
RISULTATO NETTO D'ESERCIZIO	250.984	196.834	*-22%*	4.374	6.452	*48%*

Fonte: Comición Nacional del Mercado de Valores

Per quanto riguarda le società di consulenza finanziaria i dati mostrano una crescita significativa del settore anche in termini economici, sia rispetto al volume delle commissioni percepite che ai risultati netti di gestione. L'attività ha avuto inizio solo nel 2009 con il recepimento della direttiva MIFID e pertanto il segmento mostra indicatori di sviluppo molto elevati a cui concorre uno spostamento da parte di diverse imprese di investimento verso questo segmento di mercato nuovo e al riparo dalle turbolenze dei mercati.

Tabella 7 - Società di consulenza finanziaria, principali componenti reddituali

(migliaia di Euro)	2009	2010	2011 I sem	Variazione su base annua
Commissioni	3.183	21.747	14.077	82,2%
Consulenza finanziaria	1.266	15.285	9.844	109,5%
Consulenza imprese per corporate finance	365	1.021	820	80,6%
Elaborazione report e analisi finanziaria	768	1.502	788	10,2%
Altre	377	443	267	-3,6%
Retrocessioni percepite	407	3.492	2.339	49,4%
RISULTATO D'ESERCIZIO	421	6.826	4.169	15,8%

Fonte: Comición Nacional del Mercado de Valores

4.1.1. GLI AGENTI

Secondo i dati raccolti e gestiti dalla CNMV, al 31 marzo 2011, in Spagna operavano 9.569 agenti vincolati ad ESI.

La normativa spagnola, conforme alla normativa europea prevista per il tied-agent, consente all'agente di essere sia persona fisica che persona giuridica. Nel mercato spagnolo il 95% degli agenti operano come persone fisiche, mentre il 5% sono persone giuridiche.

Per quanto riguarda la tipologia delle attività svolte (Tabella 8) la quasi totalità degli agenti svolge l'attività tipica di promozione e commercializzazione di prodotti di investimento e di raccolta e trasmissione ordini.

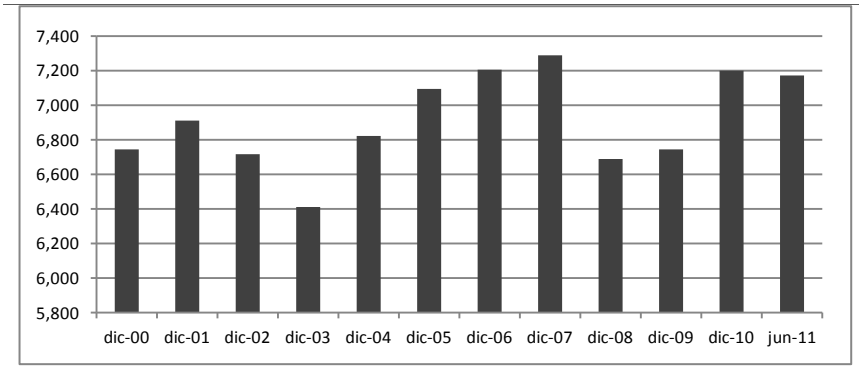
Tabella 8 – Agenti per tipologia attività svolte

Tipologia attività	*% sul totale*
Promozione e commercializzazione di servizi di investimento e di servizi ausiliari[13]	99,6%
Ricezione e trasmissione ordini	93%
Collocamento strumenti finanziari	4%
Consulenza su strumenti finanziari e servizi di investimento offerti dalla ESI	3%

Fonte: Comición Nacional del Mercado de Valores

Guardando all'andamento della serie storica del numero di agenti operanti in Spagna la Figura 5 individua nel quadriennio 2003 – 2007 un periodo di espansione del segmento di mercato degli operatori, con un tasso di crescita annuo medio di oltre il 3%.
Il 2008 ha visto un ritorno del numero di agenti ai livelli del 2002, mentre il 2009 ha segnato un altro punto di forte crescita, del 6,7%, riportando il quadro ai livelli di massimo del mercato.
Prevalentemente gli agenti operano alle dipendenze delle Sociedades de Valores, circa il 90%, con un peso che è cresciuto nel tempo.

Figura 5 – Numero agenti a livello di sistema - Spagna



Fonte: Comición Nacional del Mercado de Valores

[13] Oggetto del programma di attività dichiarato dalla ESI in sede autorizzativa.

Da un punto di vista economico le commissioni retrocesse agli agenti rispetto alle tre tipologie di ESI (Sociedades de Valores, Agencias de Valores e Società Gestoras de Carteras) sono state pari a 195 milioni di euro nel 2010 (valore complessivo accumulato dal 1 gennaio 2010), in crescita rispetto all'ammontare 2009 del 2,2%.

Tabella 9 – Commissioni retrocesse ad agenti.

Anno	*Importo accumulato*[14] *(€)*
dic-2008	107.756.479
dic-2009	102.485.671
dic-2010	104.715.468
ago-2011[15]	65.419.970

Fonte: Comición Nacional del Mercado de Valores

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Aa.Vv., L'offerta di prodotti finanziari in Stati Comunitari, Assoreti, Roma 2001.
- Aa.Vv., Fund Fees in Europe: analysing investment management fees, distribution fees, and ape rating expenses, report for European Fund and Asset Management Association, Brussels 2011.
- Aa.Vv., Asset management in Europe. Facts and figures, European Fund and Asset Management Association , 4th Annual Review, May 2011.
- N. Borri, F. Russo, I debiti sovrani nell'area Euro: implicazioni per la gestione e la distribuzione dei prodotti di risparmio, Centro Arcelli per gli studi finanziari – Assoreti, uglio2011
- Circular 1/2011, de 21 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores
- Comisión Nacional del Mercado de Valores, Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación, anni 2008, 2009, 2010, Madrid.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores, Los mercados de valores y sus agentes:situación y perspectivas, report trimestrali 2009, 2010 e III trim 2011.
- Ley 24/1988 (28 Luglio).
- Ley 37/1998 (16 noviembre).
- Real Decreto 217/2008 (15 febrero).
- Real Decreto 1820/2009 (27 noviembre).
- Dati forniti dal Departamento de Estudios, Estadisticas y publicaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

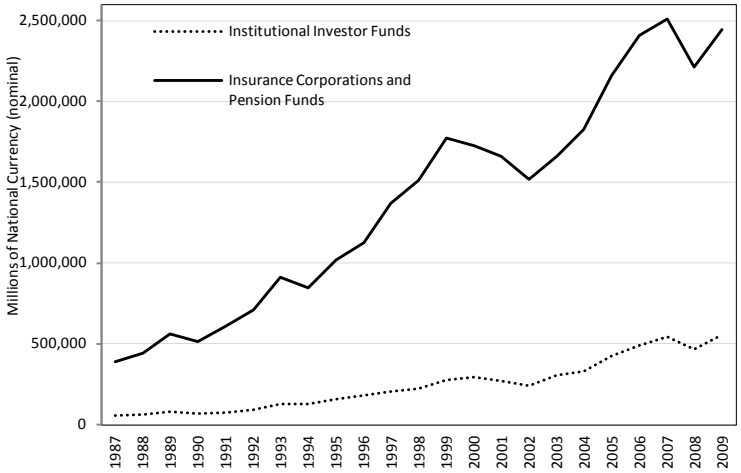
[14] Importo totale accumulato a partire dal 1 gennaio di ogni anno
[15] Ultimo dato disponibile

CAPITOLO 4. IL COLLOCAMENTO E LA DISTRIBUZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI NEL REGNO UNITO

1. LO SCENARIO DEL RISPARMIO GESTITO INGLESE: ALCUNI DATI INTRODUTTIVI

Nel complesso, il mercato del risparmio gestito del Regno Unito si contraddistingue per la netta prevalenza degli investitori istituzionali rispetto alle famiglie. In entrambe i casi, i dati lasciano osservare un rallentamento successivo al 2007. La Figura 1 mostra in modo nitido il declino dei volumi di ricchezza di provenienza istituzionale, con specifico riferimento al settore dei fondi di investimento istituzionali ed al comparto assicurativo e dei fondi pensioni.

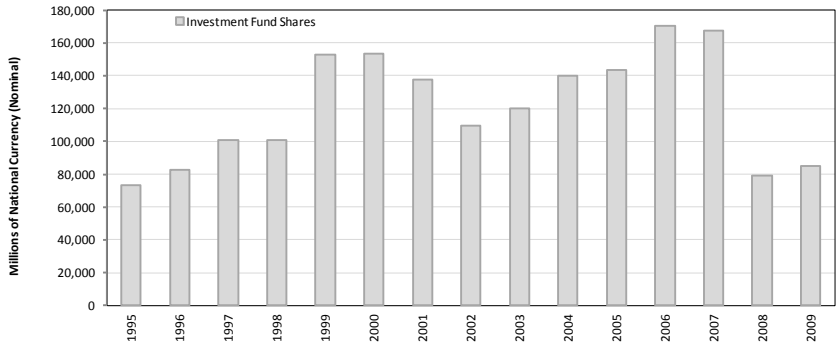
Figura 1: Institutional Investors' Financial Assets (i.e. savings).



Fonte: OECD

Un simile andamento si osserva anche nell'evoluzione della quota di ricchezza privata destinata ad essere impiegata in quote di fondi di investimento (Figura 2). Il settore finanziario inglese ha subito, più di altri, il calo di fiducia conseguente alla diffusione delle informazioni relative alla detenzione di asset tossici da parte degli intermediari finanziari durante la crisi sub-prime. Rispetto al 2007, nel biennio 2008 - 2009 la quota di ricchezza delle famiglie investita in fondi si è ridotta del 50%.

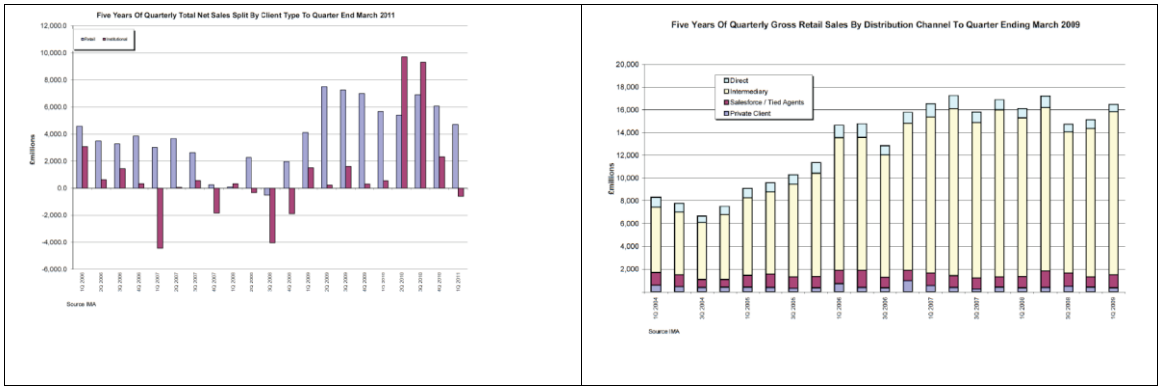
Figura 2: Households Assets (i.e. savings)



Fonte: OECD

Secondo le statistiche fornite dalla Investment Management Association, e riportate in Figura 3, le vendite nette, distinte per tipologia di cliente, risultano positive su quasi tutto l'orizzonte temporale che va dal primo trimestre del 2006 al primo trimestre del 2011. Valori negativi delle *net sales* si osservano, in alcuni trimestri, per il comparto istituzionale (ad esempio, nel primo e quarto trimestre del 2008). Dal lato della clientela retail, le vendite nette sembrano essere stabili, e spesso in aumento. Il pannello destro di Figura 3 descrive l'evoluzione delle vendite lorde verso il mercato retail suddivise per specifico canale distributivo, per le quali risulta evidente il trend positivo dal 2004 al 2008. Un piccolo declino, su base trimestrale, si è verificato nel terzo e quarto trimestre del 2008. Secondo i dati qui riportati, il canale degli intermediari ha mantenuto stabile nel tempo la propria leadership in termini di vendite. Delle piccole percentuali sono invece attribuite al canale della vendita diretta o ai clienti privati, mentre gli agenti di vendita e/o i tied agent sembrano avere delle quote lievemente più significative.

Figura 3: Vendite Retail Nette divise per categoria di clienti (pannello sinistro); Vendite Retail Lorde per Canale distributivo (pannello destro)



Fonte: Investment Management Association

2. L'OFFERTA DI SERVIZI DI INVESTIMENTO: ALCUNE INDICAZIONI NORMATIVE

La struttura del mercato degli strumenti finanziari nel Regno Unito è piuttosto articolata, con una complessa gamma di prodotti di investimento, spesso commercializzati da diverse categorie di distributori. L'ingresso nel mercato non presenta grosse barriere, né per quanto attiene alla distribuzione dei prodotti, né per quanto concerne la fornitura di servizi consulenziali. In alcuni casi si è assistito ad operazioni di integrazione verticale: ad esempio, imprese assicurative interessate hanno proceduto all'acquisto di imprese di consulenza. Il settore è molto competitivo in generale, e questo spiega l'elevato numero di operatori presenti. Alcune ricerche condotte dalla *Financial Services Authority* (FSA) hanno però dimostrato che, nell'ambito di questa competizione, non è infrequente registrare comportamenti di *product pushing* da parte dei consulenti e l'emergere di correlati costi di agenzia. A livello distributivo si osserva una limitata competizione tra i soggetti che offrono servizio di consulenza, come se i consumatori non ponessero particolare attenzione nella selezione del consulente migliore. L'assenza della competizione sembra essere dunque basata sulla qualità del servizio e sull'accesso ai prodotti, piuttosto che sul prezzo in senso stretto.

Entrata in vigore nel Dicembre del 2004, la nuova regolamentazione rimuove le artificiali restrizioni del vecchio sistema polarizzato, con lo scopo di incrementare il numero di prodotti di investimento disponibili nel mercato per i consumatori e rendere più trasparente ai medesimi il costo della consulenza. Grazie alla riforma, nel Regno Unito è ora possibile offrire consulenza a tutto il mercato, instaurando rapporti sia con un numero limitato di fornitori che con un singolo fornitore. La FSA grazie a questa novità ha permesso ai consumatori, così come ai *tied adviser*, che prima offrivano consulenza su prodotti di un solo fornitore, se desiderato, di espandere il raggio di prodotti di investimento.

Gli *advisor* devono fornire obbligatoriamente due documenti chiave, che contengono una descrizione dei servizi offerti e dei costi ad essi associati. Tale regola permette ai consumatori di poter avere in anticipo utili informazioni durante il loro processo di acquisto/investimento. Per la prima volta viene inoltre fornito al consumatore un menù circa i prezzi delle commissioni, creando così un benchmark del costo medio del servizio di consulenza. Sotto la nuova disciplina, i consulenti sono obbligati a fissare le loro commissioni per il servizio fornito. In tal modo, la pressione del fornitore dei prodotti finanziari sulla remunerazione globale del consulente viene meno. Il nuovo regime (i.e. post MiFiD) obbliga le società di consulenza (indipendenti o non-indipendenti) a visualizzare in modo separato il costo del servizio di consulenza dal costo del prodotto sottostante.[16] La Financial Services Authority ha inoltre introdotto degli standard professionali minimi ed un codice di comportamento etico per gli operatori del settore. Entro la fine del 2012 tutti i consulenti, dovranno essere in possesso di una qualificazione *benchmark*, i.e. *Qualifications and Credit Framework* (QCF), Level 4. Tale qualificazione è intesa come requisito minimo per poter svolgere l'attività di *investment adviser*, ed ha forza di legge in Inghilterra, Irlanda del Nord e Galles. Il livello 4 è visto come equivalente di un primo anno di scuola universitaria. Per tutte le imprese di investimento, di natura individuale, è richiesto un capitale minimo per esercitare l'attività. Con il recepimento delle normative comunitarie, il tetto si è alzato a 20.000 sterline, a fronte delle 10.000 sterline precedenti (i.e. Expenditure Base Requirements). Capitali addizionali devono inoltre essere garantiti in determinate fattispecie.

[16] La EU Insurance Mediation Directive 2002/92/EC è stata recepita dalle leggi del Regno Unito il 14 Dicembre 2005.

3. LA STRUTTURA DELLA DISTRIBUZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI NEL REGNO UNITO

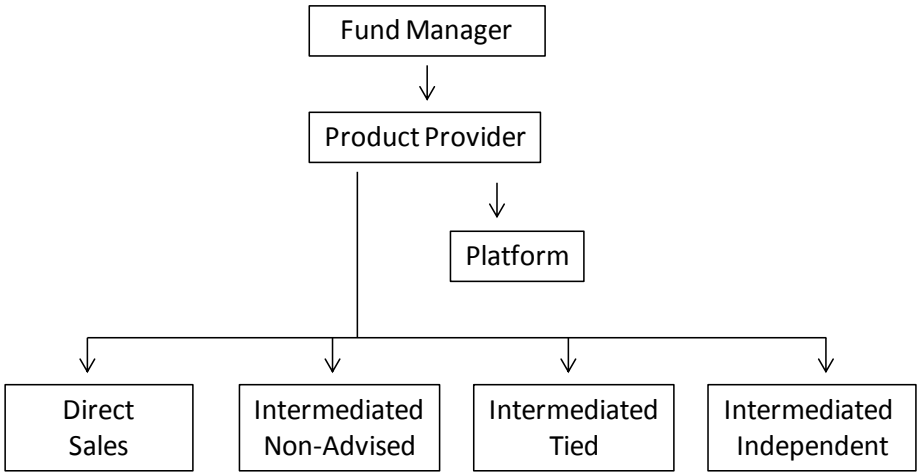
Il mercato degli investimenti retail nel Regno Unito comprende due maggiori gruppi di prodotti:

1. prodotti protettivi (include coperture malattia e coperture assicurative in generale)
2. prodotti di risparmio ed investimento (include prodotti collettivi di risparmio e prodotti pensionistici)

Tutti questi prodotti sono venduti al mercato dei consumatori attraverso diversi canali distributivi, tra i quali quello degli intermediari finanziari. Ovviamente, se il prodotto è venduto attraverso un intermediario, come ad esempio un consulente finanziario, la maggior parte delle vendite sarà remunerata attraverso commissioni, calcolate in funzione del prezzo al quale il prodotto è stato venduto. Colui che acquista il prodotto paga ovviamente questa commissione implicita sotto forma di caricamento sul prezzo di vendita. Come alternativa l'intermediario può anche offrire un semplice servizio basato su commissione esplicita (i.e. *fee-based service*), dove il cliente paga la commissione direttamente per tutta la consulenza. La commissione è calcolata in questo caso come percentuale sul totale dell'investimento effettuato. Il prodotto è poi acquistato ad un prezzo che esclude le commissioni. La catena distributiva dei prodotti di investimento, che permette alla ricchezza finanziaria di circolare attraverso i mercati, non comprende solo il fornitore del prodotto/strumento finanziario, il consulente/venditore e il consumatore/compratore, bensì anche il fund manager, che è incaricato dal fornitore di gestire il portafoglio di asset contenente il o i prodotti collocati. Una vasta gamma di prodotti/strumenti di investimento sono venduti al pubblico retail attraverso una ampia ed eterogenea rete di distribuzione. Tra i principali prodotti commercializzati nel Regno Unito troviamo: life assurance, personal pensions, group pension products, retirement planning, investment bonds, personal protection, collective investment schemes, individual saving accounts (ISAs) and open-ended investment companies (OEICs) and unit trusts. Come in ogni mercato esiste un prezzo attraverso il quale il servizio viene offerto. Nel mercato della consulenza il prezzo pagato dai consumatori risulta essere funzione della struttura di caricamento dei costi (e.g. initial charges and annual charges) e del canale distributivo di riferimento attraverso il quale i prodotti sono venduti.

II mercato del risparmio nel Regno Unito ha una struttura simile a quella descritta nel grafico che segue, dove il fornitore di prodotti decide di collocarli attraverso una rete distributiva composta di diversi operatori.

Figura 4. La catena del valore nel Regno Unito



Fonte: Oxera – Retail Distribution Review (2009)

Come descritto sopra, ciascun consumatore/investitore può decidere di acquistare prodotti finanziari attraverso diverse reti distributive. In linea generale, il consumatore potrebbe decidere di avvalersi o non-avvalersi di un consulente. Nel primo caso il consumatore riceve informazioni e raccomandazioni da una società o da un rappresentante autorizzati a fornire tale servizio. Attualmente i consulenti finanziari possono essere ricondotti a quattro diverse categorie:

3. *Independent Financial Advisors* (IFAs): forniscono un servizio di consulenza, previo corrispettivo (i.e. attraverso il pagamento di fees), su tutto il mercato finanziario indirizzando il consumatore a comprare dei prodotti piuttosto che altri;
4. *Whole-of-Market*: forniscono lo stesso servizio dell'Independent Financial Advisor, ma non danno la possibilità di pagare tramite fee;
5. *Multi-Tied*: il consulente raccomanda prodotti offerti da un numero limitato di fornitori, detto *panel*;
6. *Single-Tied*: il consulente raccomanda e colloca prodotti offerti da un solo fornitore (i.e. monomandato).

La Tabella 2 evidenzia, con riferimento al periodo 2003 – 2007, come i prodotti vita e i prodotti pensionistici siano venduti attraverso la rete degli Independent Financial Advisor o la rete delle banche-assicurazioni. Si segnala la bassa percentuale di prodotti collocati in modalità *non-intermediated*, il che significa semplicemente che i consumatori si avvalgono della consulenza (indipendente o meno) per essere sicuri di comprendere il funzionamento del prodotto finanziario, spesso molto complesso. Conferma di ciò è fornita dalla *Consumer Purchasing Outcomes Survey* (2008), per conto della FSA, dalla quale emerge che il 42% dei soggetti intervistati, intenzionati ad acquistare una linea di investimento pensionistica, ha usufruito del consiglio di un consulente finanziario.

Tabella 2. Assicurazioni Vita e Pensioni: collocamento per canale distributivo (% sul totale)

	2003	2004	2005	2006	2007
IFA/Whole of Market Advisor	39.7	43.3	46.7	51.9	48.3
Multi-Tied Advisor	1.9	2.4	2.6	3.5	3.7
Single-Tied Advisor	7.7	7.0	7.4	7.3	8.7
Single-Tied Bancassurance	10.9	11.9	12.0	9.4	12.0
Multi-Tied Bancassurance	34.8	32.5	28.6	24.7	24.2
Non-Intermediated	5.0	2.9	2.7	3.2	3.1

Fonte: Datamonitor (2008)- Rielaborazione Dati ABI e Oxera

In modo analogo la Tabella 3 mostra come un larga percentuale di fondi di investimento sia venduta/collocata dagli intermediari. Tale quota nell'aprile del 2009 risultava essere pari all'85.4%.

Tabella 3. Investment Fund Products: Gross Retail Sales (% sul totale)

	April 05	April 06	April 07	April 08	April 09
Direct from public	9.3	8.0	7.6	6.3	4.8
Intermediary	73.1	77.7	82.7	84.1	85.4
Sales force/Tied Agent	14.4	10.7	7.3	7.9	8.5
Private Client	3.3	3.6	2.5	1.7	1.3

Fonte: IMA (2005–08)

Seguendo le stime di Datamonitor, alla fine del 2008, nel Regno Unito vi erano all'incirca 12.129 società di consulenza, in calo rispetto all'anno precedente. La Tabella 4 mostra in aggiunta che il 75% di delle imprese di consulenza indipendente non impiegano più di 4 unità di forza lavoro nel ramo vendite.

Tabella 4. Numero di addetti alla vendita nelle società di consulenza in Regno Unito

	2007	2008
> 50 sales staff	63	50
21-50 sales staff	112	116
11-20 sales staff	318	309
5-10 sales staff	1,544	1,333
1-4 sales staff	10,172	9,258
Unknown	876	1,063
Total	13,085	12,129

Fonte: Datamonitor (2008)

Le Tabelle 5 e 6 di seguito mostrano l'andamento delle vendite *retail* dei principali prodotti di investimento nel Regno Unito rispettivamente nella ultima decade e negli ultimi 12 mesi. Risulta evidente il rifugio verso strumenti più sicuri sia durante la crisi che nel periodo post-crisi, con un aumento di posizioni sul mercato obbligazionario e nel comparto dei prodotti di risparmio individuali (i.e Individual Savings Account).

Tabella 5. Retail Sales of UK Funds

£m	Total	Equity	Bond	Money Market	Balanced	Property	Other	ISA
2010	28,208	6,411	6,970	-203	6,805	1,839	6,386	4,071
2009	29,774	7,844	9,952	-49	3,840	1,814	6,374	3,372
2008	4,824	-1,161	2,867	240	1,566	-390	1,701	-1,101
2007	11,159	3,561	18	421	3,551	2,068	1,540	-1,259
2006	18,257	4,922	3,798	253	3,415	3,623	2,246	-861
2005	11,164	3,238	2,900	12	2,221	859	1,934	-1,312
2004	6,187	2,359	1,719	51	1,405	454	199	-876
2003	8,776	3,074	4,824	30	832	89	-73	1,482
2002	8,102	3,436	3,626	14	936	186	-97	2,644
2001	10,123	5,521	2,901	56	1,460	111	74	4,035

Fonte: Investment management Association

Tabella 6. Retail Sales of UK Funds

£m	Total	Equity	Bond	Money Market	Balanced	Property	Other	ISA
Sep-11	568	-175	333	60	269	3	77	151
Aug-11	1,089	515	108	84	346	-52	86	194
Jul-11	938	-114	361	23	383	58	226	-15
Jun-11	2,174	487	480	-31	579	99	559	255
May-11	1,910	250	507	19	454	30	649	536
Apr-11	3,241	1,219	565	-18	653	119	703	1,311
Mar-11	2,578	786	421	-60	716	78	636	623
Feb-11	1,995	607	157	-25	641	107	507	90
Jan-11	1,175	440	48	-6	439	69	183	48
Dec-10	2,603	1,583	203	-114	572	81	279	151
Nov-10	1,800	568	246	-28	571	41	403	125
Oct-10	2,669	379	869	-16	743	16	678	85
Sep-10	2,585	650	919	-46	430	116	517	154

Fonte: Investment management Association

Sul canale distributivo dei prodotti vita nel mercato assicurativo del Regno Unito

Come per gli strumenti finanziari in generale, il canale distributivo dei prodotti vita del mercato assicurativo nel Regno Unito è assai complesso ed articolato. Gli assicuratori possono sottoscrivere direttamente, utilizzare la rete internet, la rete telefonica via call center, sfruttare la rete bancaria, costruire società ad hoc, avvalersi di agenti e brokers. L'attuale sistema è disciplinato da nuove regole, la cosiddetta *depolarisation regulation*. Tali regole sono entrate in vigore nel Dicembre del 2004 e rimuovono le artificiali restrizioni del vecchio sistema polarizzato, incrementando il numero di prodotti disponibili nel mercato per i consumatori e nello stesso tempo rendendo trasparente il vero costo del servizio di consulenza.

Come per il mercato distributivo dei prodotti di investimento in generale, anche per il mercato dei prodotti vita assicurativi è possibile ora offrire consulenza su tutti i prodotti presenti nel mercato, per un numero limitato di prodotti offerti da alcune imprese/fornitori (i.e. multimandato) o per uno singolo fornitore (i.e. monomandato). La Financial Services Authority ha inteso creare le condizioni migliori nelle quali i consumatori potessero scegliere la persona di fiducia che fornirà il servizio di consulenza finanziaria. Nello stesso tempo ciascun consulente, rispetto al passato, è in grado di poter offrire una gamma di prodotti più elevata. La tabella 7 illustra i differenti canali di distribuzione nel mercato assicurativo dei prodotti vita pre and post depolarizzazione:

Tabella 7: Pre and Post Depolarisation Distribution Channels.

Pre Depolarisation	Post Depolarisation
Independent Financial Advisor	IFA/Whole of Market
Tied Agents/direct sale forces	Single/Multi Tie
Bancassurance	Bancaassurance
Direct Marketing/Other	Non-Intermediated

Fonte: Association of British Insurers (ABI)

Ciò che emerge dalle nuove indicazioni della *Financial Services Authority* è la chiara volontà di ampliare, in termini di prodotti disponibili, il potere ed il raggio d'azione del consulente finanziario. Nello stesso tempo si vuole preservare la possibilità di poter fare consulenza su una specifica linea di prodotti, come per esempio i soli piani pensionistici. Secondo la "*Retail Distribution Review*" dell'autorità inglese i seguenti principi devono essere rispettati/onorati:

7. La singola consulenza deve essere veramente indipendente e rispettare i bisogni dell'investitore;
8. I potenziali investitori devono essere in grado di identificare e comprendere il servizio offerto dei consulenti;
9. le distorsioni nei costi di commissione sono state rimosse: le raccomandazioni dei consulenti non devono essere influenzate dai fornitori dei prodotti;
10. gli investitori devono conoscono all'inizio il costo della consulenza, distinto dal costo del prodotto;
11. tutti i consulenti finanziari devono dimostrare di essere adeguatamente qualificati.

La FSA ha originariamente voluto modificare radicalmente il modo in cui i consulenti sono pagati. Il nuovo regime delle commissioni, rispetto a quello esistente, é divenuto trasparente e prescinde da eventuali pressioni da parte dei fornitori. Questo cambiamento è principalmente dovuto al recepimento della *European Markets Financial Instruments Directive* (*MiFiD*). La FSA, attraverso la "Independent Professional Standards Board" (IPSB), detta per l'industria finanziaria dei requisiti minimi professionali, che ciascun professionista dovrebbe onorare. È altresì previsto un codice di condotta generale.

La normativa prevede nello specifico, come già menzionato, le seguenti categorie di intermediari/distributori:

Financial Advisor (Consulente Finanziario)

Si prevede che un solo tipo di financial advisor esista e che esso agisca in modo onesto, chiaro e professionale ed in linea con i migliori interessi del cliente. Tutti i financial advisor:

12. devono essere indipendenti, sia in termini di status che di esercizio della professione;
13. devono essere pagati in accordo con i clienti stessi, senza nessuna ingerenza del fornitore dei prodotti;
14. devono essere in grado di raccomandare prodotti esistenti nell'intero mercato;
15. devono aderire a minimi requisiti professionali.

Sales (Venditori)

La FSA li definisce come servizi per i quali la consulenza non è strettamente richiesta. Ovvero il consumatore sceglie un prodotto e lo acquista. L'intenzione è quella di alzare il livello medio dei risparmi nel paese.

Money Guidance

Informazioni offerte su temi di moneta/risparmio. Tale tipologia di intermediario è inquadrata nel "Thoresen Review of Generic Financial Advice" (2007), garantita dalla FSA e in partnership con il tesoro inglese. In ogni caso non è regolata dalla FSA. Il ruolo chiave della "Money Guidance" è di fornire ai consumatori un aiuto generale in tema di risparmio e moneta.

Life Insurance Distribution (Agenzie)

In linea con la depolarizzazione del sistema, le agenzie e gli agenti sono ora classificati come single-tie o multi-tie. Dati sul numero degli agenti presenti in Regno Unito non sono facilmente disponibili. Per ora ci limitiamo a fornire informazioni sulla percentuale di nuovi premi periodici incassati attraverso la rete dei single-tied e multi-tied per tipologia di prodotti nel 2008/09.

16. Investment and Savings 36.0%
17. Protection 29.4%
18. Individual Pensions 15.5%
19. Average 27.0%

Di seguito la percentuale di nuovi premi unici incassati attraverso la rete dei single-tie e multi-tie per tipologia di prodotti nel 2008/09.

20.	Investment and Savings	33.9%
21.	Protection	4.2%
22.	Individual Pensions	15.4%
23.	Average	17.8%

I dati sopra riportati mostrano che una percentuale rilevante di premi periodici ed unici incassati dalle compagnie assicurative nella categoria di prodotti "investment and savings" nel biennio 2008/09 è il risultato dell'attività dei tied agent.
La FSA, come visto sopra, prevede esplicitamente che i consulenti siano in grado di fornire dettagliate informazioni circa i servizi ed il costo dei servizi offerti (i.e. "*About our services*" and "*About the cost of our services*").

Life Insurance Distribution (Brokers)

I brokers assicurativi rientrano nella categoria degli indipendent financial advisor. Statistiche ad hoc sull'esatto numero dei broker nel mercato delle assicurazioni non esistono. In ogni caso è riconosciuto che i broker assicuratori nella linea vita sono solo un piccola percentuale rispetto alla produzione totale dei brokers del Regno Unito. La disciplina prevede il rispetto di specifici requisiti di capitale:

24. Per i brokers che non gestiscono il denaro dei clienti, vi è un minimo del 5% del reddito annuo (almeno GBP 5.000)
25. Per coloro che invece gestiscono il denaro in senso stretto, vi è un minimo del 5% del reddito annuo, 5% della media del denaro gestito (in ogni caso almeno GBP 10.000)

I broker devono in aggiunta essere iscritti al Financial Ombudsman Service (FOS) ed al Financial Services Compansation. Ciò con lo scopo di tutelare i clienti da eventuali perdite dovute all'insolvenza dei broker stessi, o semplicemente ad errori nella loro gestione. Una copertura assicurativa privata è inoltre richiesta per gli Individual Financial Advisor. Secondo le regole della FSA, la copertura richiesta varia a seconda dei volumi e della tipologia del settore in cui la consulenza è fatta. La rete IFA offre una parziale copertura a chi è membro della medesima. La società dei consulenti finanziari (Society of Financial Advisor), assieme al Chartered Insurance Institute (CII), rappresenta più di 10.000 membri con lo scopo di fornire un continuo supporto allo sviluppo della professione, anche attraverso il superamento di esami formali. Secondo statistiche fornite dalla *European Insurance and Reinsurance Federation*, relative all'anno 2006, il mercato distributivo dei prodotti assicurativi vita è dominato dalla figura del broker, che conta per il 73% sul totale dei premi incassati. Gli agenti seguono con una quota di mercato pari al 20%. Il restante 7% è posseduto dalla vendita a distanza.

4. IL CONFRONTO TRA ITALIA E UK: ALCUNE CONSIDERAZIONI

Quanto visto sopra rappresenta il cuore del servizio distributivo di prodotti di investimento nel Regno Unito. Siamo in grado di paragonare il sopra descritto sistema con il sistema Italiano del collocamento fuori sede, principalmente gestito dai promotori finanziari? Vi è spazio per analizzare l'offerta a distanza e fuori sede dei prodotti finanziari (così come da Testo Unico della Finanza) nel mercato "finanziario" britannico?

In un confronto tra la disciplina italiana e quella inglese ci si rende conto che la figura del promotore finanziario, intesa come colui che colloca fuori sede i prodotti di investimento, non è esplicitamente trattata. O meglio non vi è un disciplina specifica che definisce i soggetti abilitati al collocamento di strumenti finanziari a distanza, ed i requisiti che essi devono soddisfare. Ciò che emerge dall'analisi del mercato britannico è che ad ogni Independent Financial Advisor, multi-tie or single-tie è concessa la possibilità di vendere/collocare prodotti, a distanza o in sede. Una vera è propria disciplina paragonabile alla dottrina italiana sui promotori finanziari sembra non esservi nel Regno Unito.

Il legislatore britannico sembra essere interessato alla formazione di un mercato dove tutte le categorie sono tenute ad offrire un servizio trasparente ai consumatori. Se il contratto viene firmato in sede o fuori sembra non essere di rilevante importanza. Il panorama normativo in vigore nel Regno Unito sembra distinguere tra la consulenza finanziaria in tema di investimenti ed il servizio di vendita in senso stretto. Quest'ultimo include una gamma di servizi che vanno dalla consulenza, che in questo caso non è indipendente, ma rimane un'attività di mera esecuzione. La disciplina tende a chiarificare questa distinzione in modo da permettere al consumatore di capire se si sta rivolgendo ad un seller oppure ad un vero consulente. In tema di consulenza indipendente, per essere percepiti come tali la disciplina ha cercato di bloccare quel fenomeno attraverso il quale la consulenza era forzata a presentare solo determinati prodotti. Un quadro normativo di standard professionali comuni è stato inoltre introdotto, e per tutti i consulenti di investimento è richiesto il possesso di una qualifica di riferimento di almeno di livello 4 del *Qualifications and Credit Framework* (QCF).

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Financial Services Authority (FSA) (2007), Responsabilities of providers and distributors for the fair treatment of customers, feedback on DP06/4, July.
- Financial Services Authority (FSA) (2009), Delivering the retail distribution review, December.
- Oxera consulting (2009), Retail distribution review proposals: impact on market structure and competition, June.
- Nomura Research Institute (2005), Dynamism in reforming financial products distribution channels in the UK, NRI Working Paper, September.

CAPITOLO 5. IL COLLOCAMENTO E LA DISTRIBUZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI IN ITALIA

1. LA COMPOSIZIONE DEI PORTAFOGLI DELLE FAMIGLIE ITALIANE NEL CONFRONTO CON I PRINCIPALI PAESI EUROPEI

La crisi finanziaria ha rafforzato l'orientamento delle famiglie italiane verso prodotti percepiti come sicuri. Nel sistema italiano i titoli di debito continuano ad avere un peso notevole nei portafogli delle famiglie, a fronte di una contenuta presenza dei prodotti del risparmio gestito, in generale, e di quelli gestiti dagli investitori di medio-lungo termine (fondi pensione e assicurazioni), in particolare. Nell'ambito della componente obbligazionaria, fino all'inizio del decennio scorso si è osservato un deflusso dai titoli con emittente pubblico verso fondi comuni e gestioni patrimoniali, che, dopo il 2000, si è indirizzato verso titoli di debito di origine bancaria.

Secondo le stime di Prometeia, riferite al marzo del 2010, i prodotti gestiti dagli investitori di medio-lungo termine rappresentano poco più del 12% del totale delle attività finanziarie delle famiglie italiane, contro quote del 30-35% in paesi come Francia e Germania.

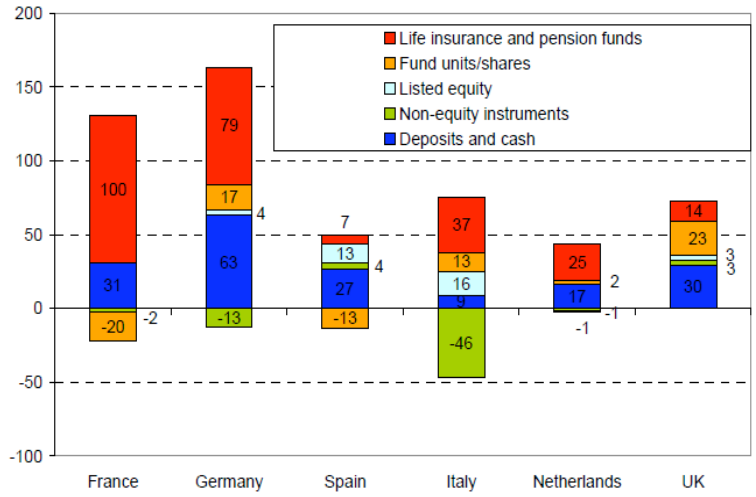
Tabella 1: Composizione delle attività finanziarie delle famiglie in alcuni paesi europei (valori % a marzo 2010)

	Italia	Francia	Germania	Spagna	UK
Attività liquide	29,8	28,7	38,1	47.6	28,0
di cui a vista	*14,7*	*7,6*	*14,1*	*17,4*	*24,6*
Titoli di debito	19,5	1,5	7,6	2,9	0,7
di cui pubblici	*5,0*	*0,6*	*n.d.*	*0,3*	*0,2*
di cui di IFM	*10,4*	*0,9*	*n.d.*	*1,0*	*0,1*
Azioni e partecipazioni	24,0	*16,6*	8,0	22,7	10,9
di cui quotate	*3,9*	*3,6*	*n.d.*	*6,4*	*3,8*
Asset under management	17,7	*43,0*	43,8	21,9	55,7
di cui fondi comuni	*5,4*	*7,4*	*12,0*	*8,4*	*2,3*
di cui assicurazioni vita	*11,0*	*35,6*	*26,0*	*7,1*	*53,4*
di cui fondi pensione	*1,3*		*5,7*	*6,5*	
Altro	9,0	10,2	2,5	4,9	4,8

Fonte: Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (2011)

Stando ai dati di fine 2010 elaborati dalla Autorité des marchés financiaers (la Consob francese), le famiglie italiane, in questo simili alle famiglie spagnole, presentano un portafoglio di attività finanziarie più diversificato rispetto, ad esempio, a quello delle famiglie francesi e olandesi. Dall'analisi dei flussi di investimento annuali delle famiglie europee, riportati nella figura che segue, emerge che in Francia, in particolare, gli investimenti finanziari sono composti prevalentemente da depositi bancari e contratti assicurativi diversi dalle polizze *unit linked*. Per contro, le famiglie spagnole e italiane, ed in misura minore quelle inglesi, presentano un portafoglio di investimenti che comprende schemi di investimento collettivo, azioni quotate, titoli di debito e contratti assicurativi, sebbene le quote allocate siano diverse tra i vari paesi.

Figura 1: Flussi di investimento annuali delle famiglie europee (miliardi di euro)



Fonte: Autorité des marchés financiers (2011)

La Tabella 2 mostra che nel 2010 gli investimenti in attività finanziarie delle famiglie italiane sono aumentati rispetto all'anno precedente. In particolare, buone performance hanno registrato gli strumenti del risparmio postale e le polizze assicurative del ramo vita, che hanno fatto osservare acquisti netti per 12 e 24 miliardi di euro, rispettivamente. Nel quadro di uno sviluppo ancora limitato della previdenza complementare in Italia, le riserve assicurative e previdenziali, inclusi i fondi di quiescenza, rappresentano, alla fine del 2010, il 18,2% delle attività totali, continuando un trend di crescita che dura da 15 anni, ma rimanendo, tuttavia, largamente inferiori al dato relativo all'area euro (30,2%). Per quanto riguarda la loro composizione, gli investimenti sono stati attratti particolarmente da polizze vita tradizionali, alla luce della maggiore avversione al rischio dei risparmiatori e dei rendimenti relativamente concorrenziali in un contesto di bassi tassi di interesse. Il calo di interesse nei confronti delle polizze di tipo *linked* accomuna il sistema italiano a quello francese, dove si è osservata una tendenza analoga.[17] Rispetto al resto dell'area euro, le famiglie italiane si distinguono per l'elevata quota di titoli obbligazionari in percentuale del totale delle attività finanziarie detenute: nel corso del periodo 2007-2010, essa si mantiene stabilmente sopra le due volte e mezzo il valore assunto per la media delle famiglie dell'eurozona. Nel 2010, in particolare, la quota di attività finanziarie investita in obbligazioni è stata pari al 19,8%, contro il 7,5% dell'area euro. Sebbene il flusso di acquisti che aveva caratterizzato le obbligazioni bancarie nel periodo 2007-2009 si sia ridotto nel 2010, metà dei titoli obbligazionari sottoscritti dalle famiglie italiane sono di origine bancaria.

[17] Si veda il capitolo della ricerca dedicato all'analisi del sistema francese.

Tabella 2: Composizione delle attività finanziarie delle famiglie a fine 2010 [1] (quote percentuali sul totale - consistenze di fine periodo)

	Circolante e depositi	Titoli pubblici e altre obbligazioni	Azioni, altre partecipazioni e quote di fondi comuni (di cui quote di fondi comuni) [2]	Riserve assicurative e previdenziali
ITALIA				
2007	27,3	19,2	33,7 (6,9)	16,6
2009	31,2	20,6	27,8 (6,1)	17,1
2010	31,4	19,8	27,3 (6,6)	18,2
AREA EURO [3]				
2007	32,0	7,6	29,3 (9,0)	28,2
2009	35,4	8,2	23,8 (7,7)	29,7
2010	35,1	7,5	24,0 (7,6)	30,2

Fonte: Banca d'Italia (2011)

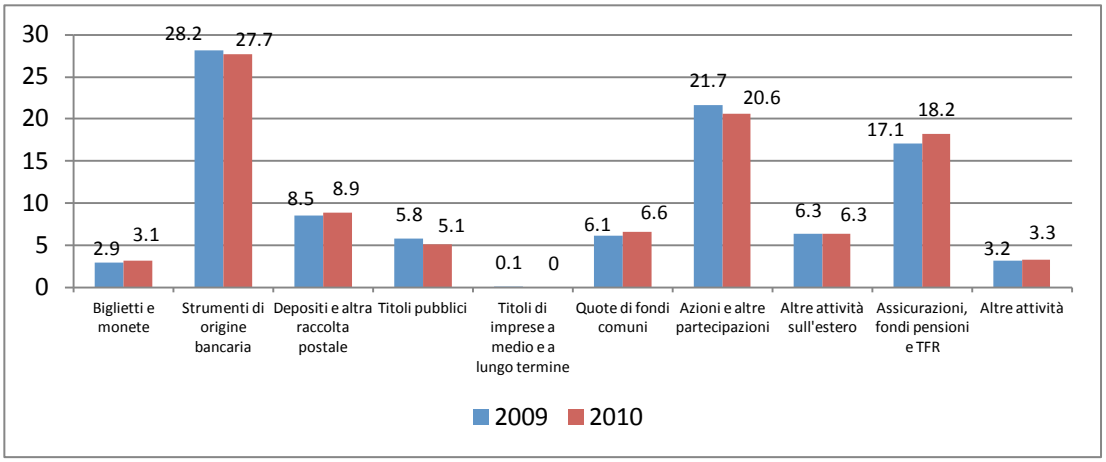
[1] Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. La composizione percentuale delle attività non include alcune partite minori.

[2] Riserve tecniche di assicurazione, fondi pensione e fondi di quiescenza.

[3] I dati si riferiscono all'area composta da 16 paesi.

Dall'analisi della Figura 2, che riporta la composizione percentuale delle attività finanziarie delle famiglie italiane in maggiore dettaglio rispetto alla Tabella 2, emerge che si sono ridotti, rispetto al 2009, gli acquisti netti di strumenti bancari, che sono passati dal 28,2% al 27,7%, per effetto sia della concorrenza della raccolta postale, che della modifica delle strategie commerciali delle banche, che hanno privilegiato la distribuzione di prodotti non bancari per accrescere i ricavi da commissioni. In particolare, la raccolta al dettaglio, ossia i depositi da clientela diversa da società finanziarie e altre banche e le obbligazioni detenute da soggetti diversi da banche e fondi di investimento residenti nell'area euro, si è ridotta del 2% rispetto all'anno precedente, sebbene la sua quota sul totale della raccolta rimanga superiore rispetto a quella delle banche europee (66,9% contro 61,3%). Come già scritto sopra, dopo l'espansione registrata nel 2008 e nel 2009, le obbligazioni emesse dalle banche si sono ridotte dell'1,2% (contro un +4,9% nel 2009), non solo a causa del calo dei titoli sottoscritti da banche e fondi comuni monetari dell'area dell'euro, ma anche per effetto della riduzione della quota di obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie.

Figura 2: Composizione percentuale delle attività finanziarie delle famiglie italiane (valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia (2011).

Per quanto riguarda l'attività degli investitori istituzionali (Tabella 3), alla fine del 2010, oltre il 20% delle attività finanziarie complessive delle famiglie italiane era destinato a fondi comuni, compagnie di assicurazione e fondi pensione, contro un valore medio del 38% per l'area della moneta unica, nell'ambito della quale Francia e Germania si erano attestate al 45%, mentre la Spagna si era fermata al 22,3%. La contrazione degli investimenti in fondi comuni, compensata solo parzialmente dalla crescita dei prodotti assicurativi ha fatto sì che la quota del portafoglio delle famiglie italiane gestita dagli investitori istituzionali si riducesse notevolmente durante il periodo 2000 – 2010, in controtendenza rispetto a quasi tutti gli altri principali paesi dell'eurozona, e ad eccezione del Regno Unito, dove il peso degli investitori istituzionali è rimasto sostanzialmente stabile.[18]

[18] Cfr. Banca d'Italia (2011).

Tabella 3: Composizione delle attività finanziarie delle famiglie a fine 2010 [(1)] (quote percentuali sul totale - consistenze di fine periodo)

	2000	2004	2006	2008	2010 [(1)]
ITALIA					
Fondi comuni [(2)]	15,4	9,8	8,2	5,2	6,6
Assicurazioni e fondi pensione	7,0	11,2	11,9	11,2	13,8
Totale	22,4	21,0	20,1	16,4	20,4
AREA EURO [(3)]					
Fondi comuni [(2)]	11,8	10,1	9,9	7,6	7,6
Assicurazioni e fondi pensione	24,1	27,1	27,7	29,1	30,2
Totale	35,9	37,2	37,6	36,7	37,8

Fonte: Banca d'Italia (2011)

[(1)] Dati provvisori.

[(2)] Sono inclusi i fondi esteri.

[(3)] I dati si riferiscono all'area composta da 16 paesi.

2. LA DISTRIBUZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI: L'ANALISI DEI DATI

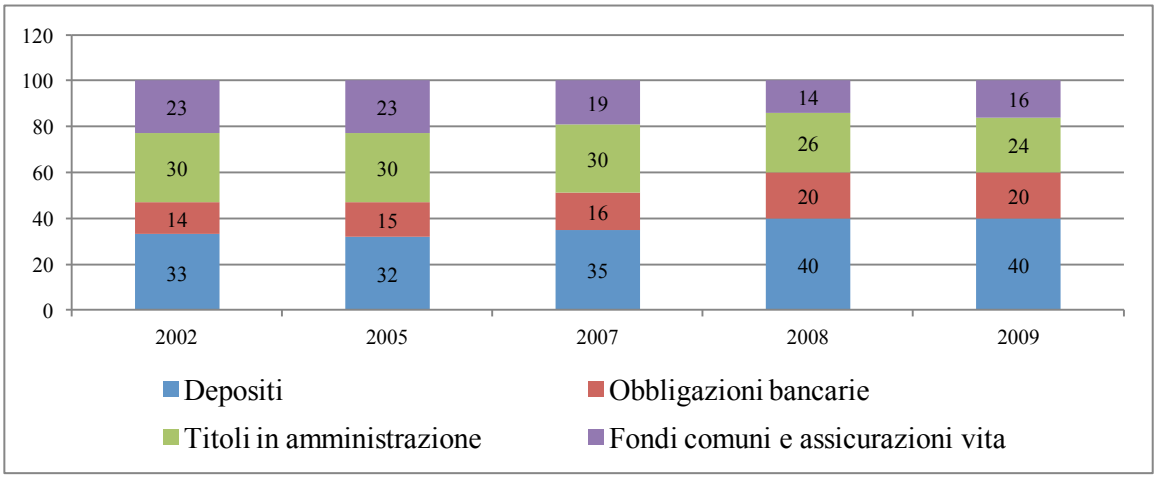
L'analisi del peso assunto dai canali distributivi nella intermediazione della ricchezza delle famiglie è resa difficile dall'assenza di statistiche relative al posizionamento dei canali distributivi nel portafoglio delle famiglie. Tuttavia, stime elaborate da Prometeia[19], e riferite al periodo 2002 – 2009, indicano che nel 2009 i ¾ delle attività finanziarie complessive delle famiglie italiane sono intermediati dal canale bancario, sebbene tale percentuale sia in calo rispetto all'inizio del periodo, una percentuale inferiore al 15% da quello postale, ed una quota intorno al 7% dalle reti dei promotori finanziari. La riduzione della quota di mercato del canale bancario è stata meno accentuata nel biennio 2008 – 2009, per effetto del maggior focus degli intermediari sulla raccolta da clientela. La minore disponibilità di liquidità ha infatti indotto le banche a privilegiare la raccolta diretta in depositi e titoli obbligazionari di propria emissione. A fronte di tale diminuzione si è osservato l'incremento della quota di mercato del canale postale, riferibile sia all'intermediazione dei prodotti tradizionali (libretti e buoni postali) che a quelli assicurativi. A fine 2009, gli sportelli bancari e postali intermediavano una quota pari a circa l'88% delle attività finanziarie delle famiglie italiane.

I diversi canali distributivi intermediano prodotti differenti. I portafogli delle famiglie che si rivolgono ai promotori finanziari evidenziano una percentuale di prodotti del risparmio gestito superiore a quella osservata per i portafogli delle famiglie che ricorrono al canale bancario e postale: secondo le stime elaborate da Prometeia,[20] a fine

[19] Cfr. Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (2011).
[20] Cfr. Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (2011).

2009, fondi comuni e prodotti assicurativi rappresentavano il 55% del portafoglio nel primo caso, anche se la percentuale era in calo rispetto al 70% di fine 2002. Il 16% del portafoglio di attività finanziarie delle famiglie che fanno ricorso al canale bancario è investito in fondi comuni e riserve tecniche; il resto è allocato in liquidità, titoli bancari e altra raccolta amministrata. Rispetto ai dati del 2002, alla fine del 2009, la quota dei fondi comuni e delle riserve tecniche sul totale degli strumenti finanziari distribuiti dalle banche e i titoli in amministrazione avevano evidenziato un calo di circa 7 e 6 punti percentuali, a favore delle obbligazioni e dei depositi bancari, che erano arrivati a rappresentare, rispettivamente, il 20 e il 40% dei prodotti finanziari venduti alle famiglie tramite gli sportelli bancari (Figura 3).

Figura 3: Strumenti finanziari distribuiti alle famiglie da sportelli bancari per tipologia



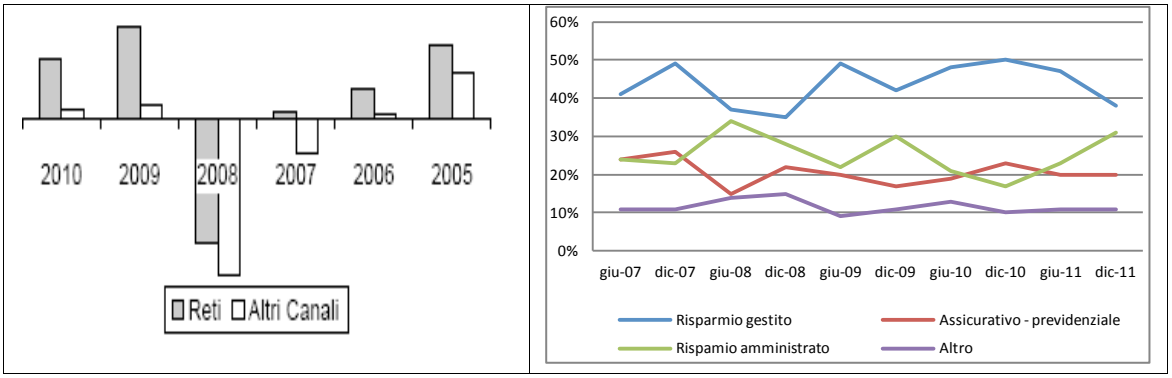
Fonte: Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (2011)

Questi dati devono essere letti nel contesto della generale riduzione del tasso di risparmio delle famiglie italiane sopra descritta. Nel complesso, il peso della componente finanziaria della ricchezza netta delle famiglie italiane durante il periodo 2000 – 2010, si è ridotta, soprattutto per effetto delle variazioni di segno opposto che hanno interessato le quotazioni delle attività finanziarie, da una parte, e i valori delle abitazioni, dall'altra.

In questo ambito si inserisce il ruolo che le reti dei promotori finanziari svolgono nel sostegno dell'industria dei fondi comuni. Anche durante la crisi finanziaria, l'approccio alla gestione dei risparmi della clientela, libero dalle pressioni che alle banche derivavano dalla ricerca di liquidità, insieme alla professionalità nell'attività di consulenza e di assistenza al cliente, hanno consentito di tenere alto l'interesse verso quegli asset, e di riportare i livelli patrimoniali verso livelli molto vicini a quelli pre-crisi (Figura 4, pannello a sinistra). Dai dati raccolti, con riferimento al periodo giugno 2007 – dicembre 2011, dall'Osservatorio permanente sul comportamento d'acquisto dei clienti dei promotori finanziari realizzato dall'Anasf (Figura 4, pannello a destra) emerge che i prodotti maggiormente collocati dal campione di 600 promotori intervistati rientrano sistematicamente nella categoria del risparmio gestito. Il maggior contributo alla dinamica appena descritta deriva dal collocamento diretto di quote e dalla distribuzione di prodotti assicurativi/previdenziali, più che da quello indiretto attivato

dalla distribuzione di gestioni patrimoniali individuali. La strategia sottesa è funzionale sia all'esigenza di diversificare adeguatamente il portafoglio, indirizzando una parte dei risparmi verso prodotti assicurativi e previdenziali, sia alla volontà di gestire insieme al cliente le scelte di investimento.

Figura 4: Variazioni percentuali del patrimonio OICR per canale distributivo (pannello a sinistra) e collocamento prodotti finanziari campione ANASF – Real Trend (pannello a destra)



Fonte pannello sinistro: ASSORETI (2011)
Fonte pannello destro: ANASF

Per studiare l'evoluzione della distribuzione dei prodotti finanziari nel tempo è importante esaminare anche il lato della domanda degli stessi. Con riferimento ai fondi comuni di investimento in Italia, Francia, Germania e Regno Unito nel periodo 1995 – settembre 2009, una recente ricerca[21] evidenzia quanto viene sintetizzato di seguito. I fondi comuni di investimento sono presenti sostanzialmente solo nei portafogli delle famiglie ed in quelli delle assicurazioni e dei fondi pensione, sebbene le quote siano piuttosto diverse da paese a paese. In particolare, nel contesto di una generalizzata diminuzione del peso delle famiglie durante il periodo osservato, a settembre 2009, in Italia esse rappresentavano più del 70% del totale della domanda mentre le assicurazioni e i fondi pensione meno del 20%; nel Regno Unito le percentuali erano sostanzialmente invertite rispetto al nostro paese; in Germania le famiglie rappresentavano il 45% e le assicurazioni e i fondi pensione circa il 30%; in Francia le famiglie pesavano per il 20% e le assicurazioni e i fondi pensione per il 30%.[22] A settembre 2009, in Italia i fondi comuni rappresentavano una quota molto bassa del totale delle attività finanziarie di assicurazioni e fondi pensione, (intorno al 10%), rispetto al 17% circa del Regno Unito ed al 22-23% di Germania e Francia. Questo dato si spiega in parte con l'importanza che storicamente ha rivestito il portafoglio titoli per le compagnie di assicurazione. Lo sviluppo contenuto dell'insieme degli investitori istituzionali di medio-lungo termine sta fortemente penalizzando l'industria della gestione del risparmio in Italia. L'Italia è l'unico paese in cui il contributo che le assicurazioni e i fondi pensione hanno dato alla

[21] Cfr. Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (2011).
[22] In Francia i fondi comuni di investimento mostravano una diffusione significativa presso tutti i settori, essendo un importante strumento di gestione della tesoreria per le società non finanziarie, ed uno strumento di gestione della liquidità per le banche.

crescita del settore dei fondi comuni in termini di flussi indirizzati verso il comparto è negativo già a partire dal 2006 e in progressivo peggioramento.[23]

Rispetto ai fondi pensione appartenenti a sistemi dove il settore della previdenza integrativa è più sviluppato, quelli italiani presentano una maggiore quota di investimenti in titoli di debito ed una minore percentuale di investimenti in titoli azionari e quote di fondi comuni. Alla fine del 2010, secondo i dati di Banca d'Italia, il 64 per cento del patrimonio complessivo dei fondi pensione istituiti dopo la riforma del 1993 era investito in obbligazioni, il 19% in azioni, il 12% in quote di fondi comuni e la parte restante in depositi e altre attività finanziarie. I dati OCSE relativi al 2009 mostrano che nel Regno Unito, ad esempio, la quota di obbligazioni era pari al 40% circa e quella di azioni e fondi comuni raggiungeva il 50%. La Banca d'Italia sottolinea come la presenza di attività non tradizionali in portafoglio potrebbe aiutare a migliorare l'efficienza della gestione nel lungo periodo, visto che tali attività presentano, in genere, rendimenti poco correlati con azioni e obbligazioni, sebbene richiedano agli intermediari la predisposizione di adeguati sistemi di controllo e di gestione.

Con riferimento alla distribuzione dei prodotti assicurativi, secondo i dati forniti dalla Banca d'Italia,[24] nel 2010 la quota dei premi del ramo vita raccolti attraverso gli sportelli bancari e postali è cresciuta dal 58,8 al 60,3%, tornando sui livelli degli anni precedenti la crisi; quella relativa ai promotori finanziari e quella delle agenzie, dei broker e delle altre forme di vendita diretta sono scese, rispettivamente, dal 16,3 al 15,8%, e dal 24,9 al 23,9%. La raccolta del ramo danni, invece, ha continuato a essere realizzata principalmente attraverso le agenzie e i broker delle compagnie di assicurazione. Risulta notevole, inoltre, il ruolo svolto dagli accordi di bancassurance: un'indagine svolta dalle filiali della Banca d'Italia presso 510 banche evidenzia che nel 2010 questi intermediari erano impegnati nella distribuzione di prodotti assicurativi con 91 compagnie del ramo vita. L'evoluzione della raccolta dei premi è stata diversa nelle varie forme che gli accordi di collaborazione possono assumere (accordi di natura commerciale vs. accordi di partecipazione azionaria): i premi raccolti nell'ambito di accordi tra intermediari appartenenti al medesimo gruppo sono cresciuti dal 25 al 31%, quelli relativi ad operatori legati da partecipazioni azionarie non di controllo o unicamente da accordi di distribuzione sono scesi dal 75 al 69 per cento.

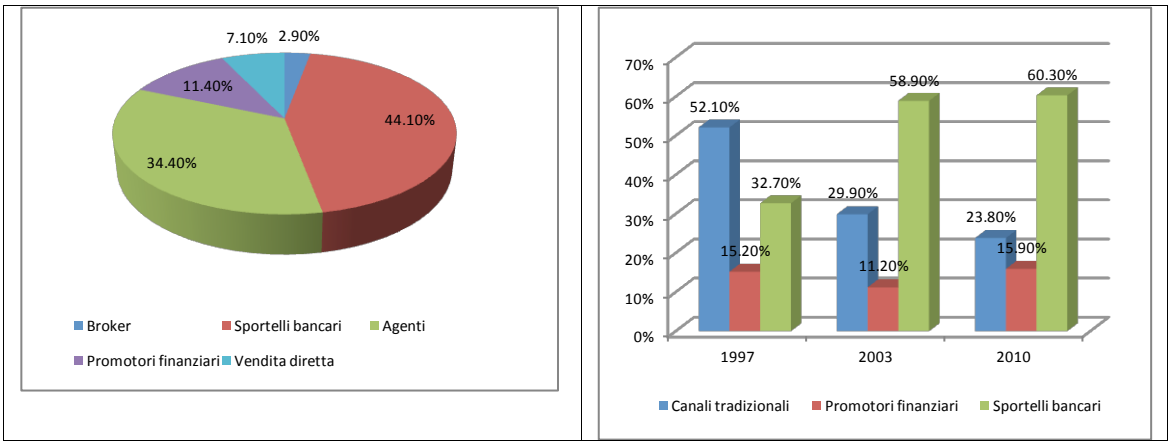
Tra i prodotti del ramo vita, nel biennio 2009 – 2010, i prodotti assicurativi di natura previdenziale hanno fatto registrare delle buone performance. In questo ambito, il ruolo del canale bancario nella distribuzione dei fondi pensione gestiti dalle compagnie assicurative e delle polizze individuali di natura previdenziale è inferiore a quello che si osserva per gli altri prodotti del ramo vita. Secondo i dati di Banca d'Italia, nel 2010, il 73 per cento dei contributi dei fondi pensione è stato raccolto dalle agenzie o attraverso altre forme di vendita diretta, il 23% da sportelli bancari e postali e solo il 4% dai promotori finanziari; per i piani individuali pensionistici (PIP), invece, i promotori finanziari hanno raccolto il 40%, le agenzie o le altre forme di vendita diretta il 53%, e gli sportelli bancari e postali il 7%.

Il ruolo preponderante degli sportelli bancari nella distribuzione dei prodotti assicurativi è confermato anche dai dati dell'ANIA (Figura 5), secondo i quali, in Italia i prodotti distribuiti dagli agenti e dagli sportelli bancari raggiunge una quota mercato pari a quasi l'80%. Negli ultimi 13 anni essendo cambiato radicalmente il mix tra

[23] Cfr. Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (2011).
[24] Cfr. Banca d'Italia (2011).

prodotti vita e danni si è profondamente modificato la quota di mercato attribuibile a questi due canali. In particolare, nel settore Vita, oltre il 60% dei premi contabilizzati sono venduti attraverso le banche. Questa percentuale cresce, sfiorando il 70%, se si considerano le sole polizze *linked*. Nel periodo 1997 – 2010, gli sportelli bancari hanno visto raddoppiare la propria quota mercato (era circa il 30% nel 1997); la crescita di market share di questo canale ha visto "erodere" la quota di mercato dei canali tradizionali, mentre i promotori finanziari hanno mantenuto sostanzialmente stabile la propria quota di mercato.

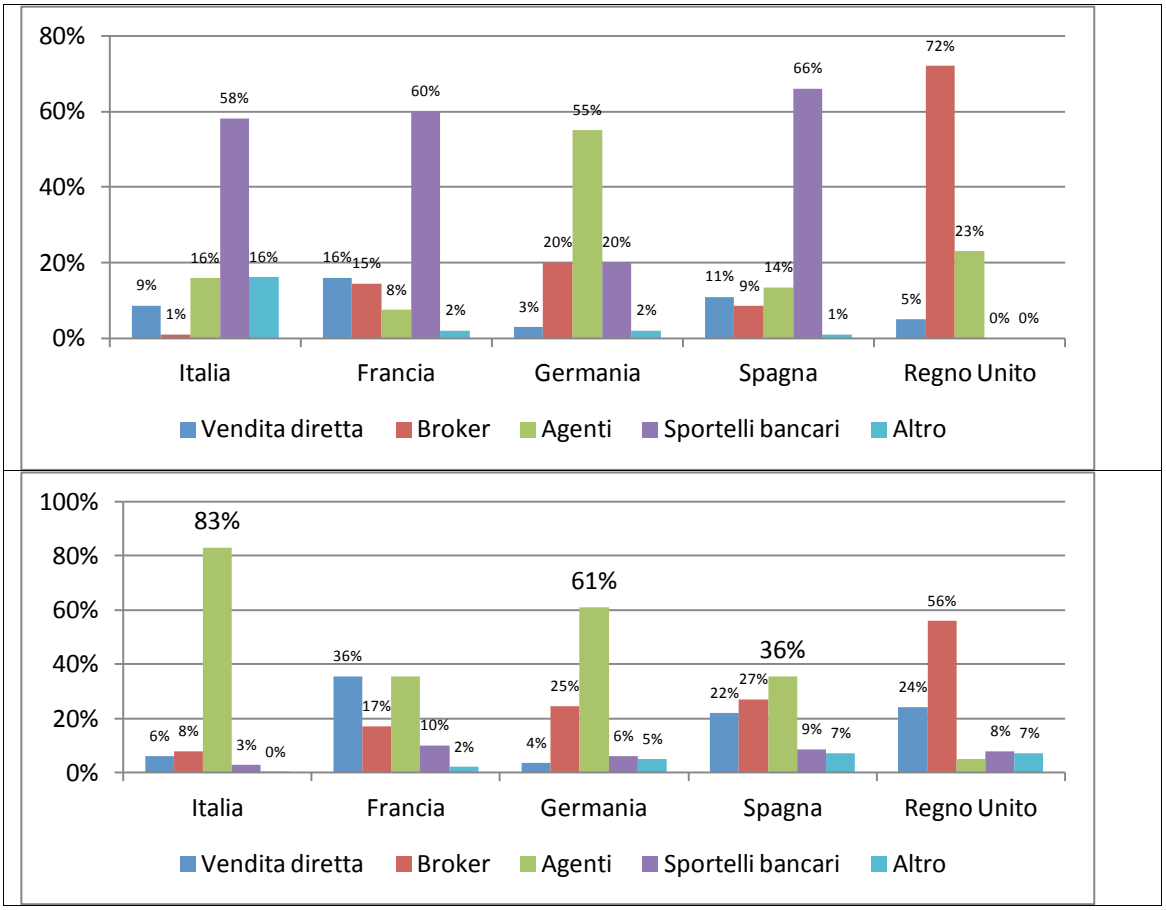
Figura 5: La distribuzione dei prodotti assicurativi rami Vita e Danni (pannello a sinistra) nel 2010 e la distribuzione dei prodotti assicurativi nel settore Vita per canale di vendita (pannello a destra) nel periodo 1997 – 2010*



* Nei canali tradizionali sono comprese le agenzie, i broker e i canali di vendita diretta (direzione, internet e telefono)
Fonte: ANIA (2011)

Come evidenziato dai risultati di una recente analisi dell'ANIA, riferita a dati del 2009, nel confronto con gli altri paesi europei, come si desume dal pannello superiore della figura che segue, i prodotti vita in Italia sono distribuiti principalmente attraverso il canale bancario come avviene anche in Francia, Spagna e Olanda. In Germania i prodotti vengono prevalentemente distribuiti attraverso il canale agenziale a differenza del Regno Unito in cui oltre il 70% dei premi vengono intermediati dai broker. Per quanto riguarda il ramo danni (pannello inferiore Figura 6), nella gran parte dei paesi europei le polizze danni vengono intermediate principalmente attraverso il canale agenziale. Fanno eccezione il Regno Unito nel quale oltre il 50% dei premi contabilizzati sono veicolati dai broker e l'Olanda che utilizza soprattutto lo strumento della vendita diretta.

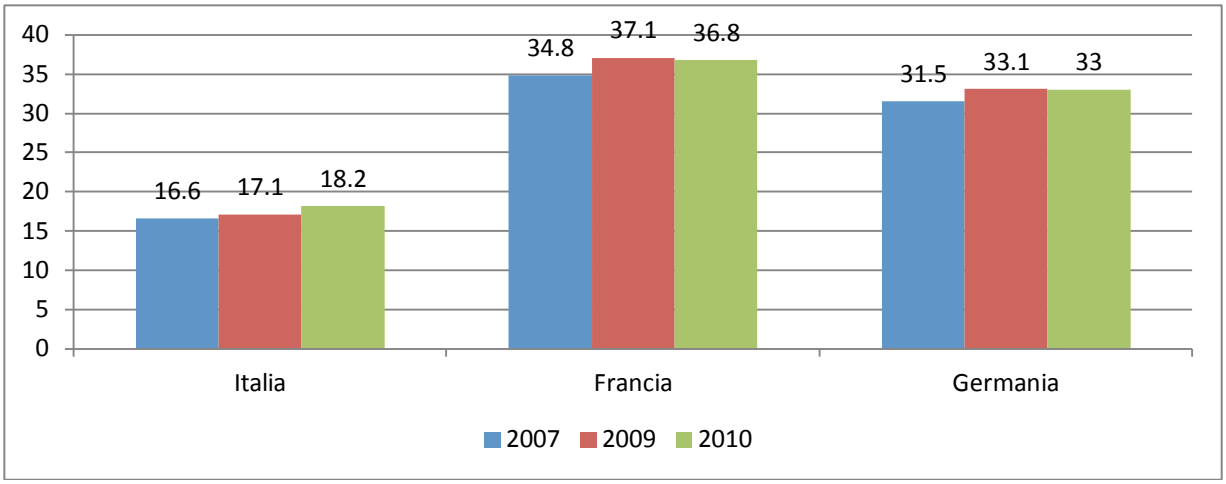
Figura 6: La distribuzione dei prodotti vita (riquadro superiore) e danni (riquadro inferiore) nei principali paesi europei (dati 2009)



Fonte: ANIA (2011)

Riferendoci in particolare a Francia e Germania, nel comparto auto l'Italia è allineata a questi due paesi; non così per il comparto danni non auto, e, in generale, nel comparto vita, dove si registra un sostanziale ritardo del nostro paese. La dinamica che, negli ultimi anni, ha portato a questi risultati si spiega sia considerando le caratteristiche storiche dei sistemi assicurativi e pensionistici degli altri due paesi europei, sia gli interventi normativi e fiscali che hanno fortemente agevolato l'investimento assicurativo, introducendo una più efficace regolamentazione incentivante ed una maggiore propensione alla privatizzazione e individualizzazione delle scelte previdenziali. La Figura che segue conferma il peso ridotto che le riserve assicurative e previdenziali hanno sul totale delle attività finanziarie delle famiglie italiane, nel confronto con quelle di Francia e Germania.

Figura 7: Quota delle riserve assicurative e previdenziali[1] sul totale delle attività finanziarie delle famiglie[2] (quote percentuali sul totale – consistenze di fine periodo)



Fonte: Banca d'Italia (2011)

[1] Riserve tecniche di assicurazione, fondi pensione e fondi di quiescenza.

[2] Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. La composizione percentuale delle attività non include alcune partite minori.

3. La distribuzione dei prodotti finanziari: le criticità

3.1 Il recupero di efficienza nell'articolazione dei canali distributivi fisici

L'articolazione dei canali distributivi ha subito profondi cambiamenti nel corso degli anni recenti, generati dall'obiettivo di un recupero di efficienza, che è stato perseguito tramite il ridimensionamento dei costi della struttura fisica e la corretta articolazione della multicanalità (Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza, 2011). L'offerta fuori sede poggia su canali fisici (promotori e agenzie), canali virtuali, e punti di accesso al sistema dei pagamenti. Alcuni dati sembrerebbero segnalare un percorso di efficientamento della presenza sul territorio. Infatti, a fine 2010, risultavano iscritti all'albo 56.416 promotori finanziari, di cui 36.324 con mandato attivo, in calo rispetto agli oltre 38.000 del 2009. Continua, quindi, il processo di razionalizzazione della distribuzione tramite promotori che è riconducibile al minor presidio da parte delle banche di questo canale distributivo, oltre che agli effetti di selezione che la crisi finanziaria ha avuto, spingendo all'uscita le figure meno preparate dal punto di vista professionale[25]. In questo contesto, quindi, la crescita del peso delle reti di promotori sul totale delle attività finanziarie delle famiglie si spiega con il miglioramento sul fronte della produttività.

Secondo i dati di Banca d'Italia, rispetto al 2009, gli sportelli bancari, al dicembre 2010, erano diminuiti da 34.036 a 33.640, proseguendo la riduzione già registrata tra il 2008 e il 2009, che aveva interrotto un lungo trend di crescita degli sportelli bancari nel nostro paese, che accomunava il sistema italiano a quello spagnolo

[25] Cfr. Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (2011).

Il numero medio di abitanti per sportello è di 1.794 (1.486 al Centro Nord e 2.948 nel Mezzogiorno). Lo stesso dato riferito al 2009 era pari a 1.771, superiore a quelli di Spagna (1.034) e Francia (1.676), ma inferiore sia a quello tedesco (2.077) che alla media riferita all'Unione Europea, che era pari a 2.131. Il processo di consolidamento del settore bancario ha favorito la razionalizzazione della presenza degli intermediari sul territorio, attraverso la riduzione del numero degli sportelli, fenomeno che ha interessato anche altri paesi europei, come Germania e Francia, ad eccezione della Spagna. I dati forniti dalla Banca Centrale Europea evidenziano una crescita del rapporto del numero di abitanti per sportello bancario, che riflette l'obiettivo di contenere i costi, in parte collegato agli interventi di ristrutturazione della rete, che hanno seguito le operazioni di fusione e di acquisizione. Il dato relativo alla capillarità della diffusione degli sportelli bancari va letto insieme a quello relativo al grado di penetrazione dei servizi offerti. Secondo Carletti (2009), in Italia, il numero di conti correnti per sportello è più basso di quello registrato per Francia e Germania, e lo stesso vale per i volumi di impieghi e depositi per sportello.

Tabella 4: Numero di abitanti per sportello

	2008	2009
Italia	1.751	1.771
Francia	1.618	1.676
Germania	2.077	2.077
Spagna	990	1.034
Area Euro	1.747	1.829

Fonte: ECB (2010)

3.2 Le strategie di offerta dei prodotti finanziari in Italia: i tratti distintivi

Negli ultimi anni, le strategie di offerta dei prodotti e servizi finanziari sono cambiate a seguito delle novità normative intervenute e per effetto della crisi finanziaria: da un lato, quindi, il recepimento della MIFID e gli interventi successivi delle Autorità nella fase di applicazione della normativa, per fare in modo che i principi che ne sono alla base ispirino la prassi della distribuzione; dall'altro, la riforma della regolamentazione prudenziale di Basilea, con gli impatti che essa avrà sulle banche, in termini di fabbisogno di capitale e di vincoli di liquidità di breve e medio-lungo periodo, e, in generale, le forti pressioni, non da ultimo il costo del funding, sulla tenuta dei margini di intermediazione.

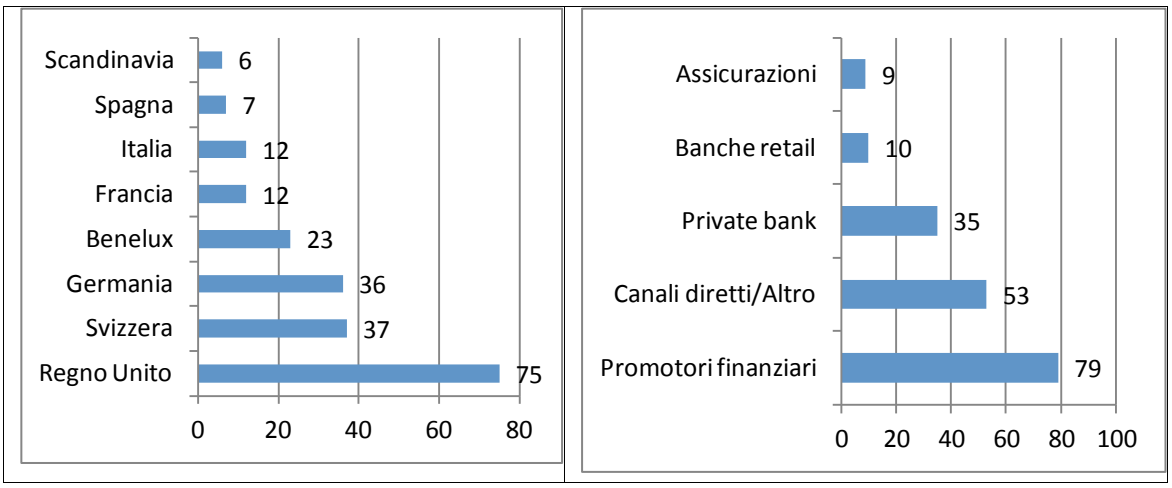
Il livello di concorrenza nel settore del risparmio gestito in Europa riceverà impulso dalla cosiddetta UCITS4 (direttiva CE 13 luglio 2009, n. 65), la nuova normativa comunitaria sugli organismi di investimento collettivo del risparmio, che mira a rafforzare il grado di integrazione del mercato e a garantire una migliore tutela degli investitori (Banca d'Italia, 2011). La UCITS4 e l'implementazione di un servizio di consulenza coerente con i dettami MIFID spingono nella direzione di un ripensamento delle strategie di offerta. Con riferimento al "nuovo" servizio di

consulenza, si pone il problema di come rendere coerente tale servizio con le esigenze di contenimento dei costi e di ristrutturazione delle reti. Il recupero di efficienza e produttività deve necessariamente passare per l'azione sul fronte dei costi, agendo sull'articolazione dei canali distributivi fisici e sulla valorizzazione della multicanalità, e su quello dei ricavi, attraverso l'allungamento dell'orizzonte temporale di investimento dei risparmiatori ed il ridimensionamento delle masse investite in prodotti a contenuta marginalità. L'entrata a regime del servizio di consulenza previsto dalla MIFID assume rilievo, in termini di strategie di offerta, nella prospettiva dell'apertura alla distribuzione di prodotti di terzi. La novità normativa di cui si discute, infatti, rappresenta un fondamentale passo in avanti nella affermazione della logica di servizio e nell'abbandono di quella di prodotto.

Il maggior grado di apertura delle reti distributive al collocamento di prodotti di terzi è, senza dubbio, uno degli aspetti caratterizzanti la distribuzione negli ultimi anni. I fattori che hanno contribuito all'aumento del grado di apertura ai prodotti di terzi sono l'impossibilità di presidiare, con i prodotti "interni", tutte le *asset class* in uno scenario finanziario molto più complesso e volatile rispetto al passato, gli stimoli verso l'innalzamento della qualità del servizio che, provenienti dalla MIFID in primis, tendono a trasformare il ruolo dell'intermediario da mero collocatore a selezionatore delle migliori offerte a disposizione sul mercato, oltre che la volontà di dare una risposta concreta alla storica critica del conflitto di interesse.

Il grado di apertura verso prodotti di terzi non è lo stesso per tutte le categorie di operatori. Una ricerca di McKinsey stima che l'Italia, insieme alla Francia e alla Spagna, si caratterizza ancora per un basso livello di open architecture nell'industria del risparmio gestito: i prodotti di architettura aperta rappresenterebbero il 12% dell'industria dei fondi in Italia e Francia e solo il 7% in Spagna (Figura 8, riquadro sinistro). Il canale che, secondo la ricerca McKinsey, maggiormente spinge nella direzione dell'open architecture nell'industria europea è quello dei *financial advisor*, che in Italia sono i promotori finanziari: in Europa, il 79% degli appartenenti alla categoria si avvale dell'architettura aperta (Figura 8, riquadro destro), contro un dato del 10% per le banche retail e del 9% per le compagnie assicurative. Il livello di open architecture del canale dei promotori finanziari italiani è un dato che conferma la qualità del servizio di consulenza offerto dai promotori, e che dimostra che il comportamento delle reti italiane è in linea con i trend europei e globali. Secondo i dati ASSORETI, nel 2010, l'incidenza dei prodotti e servizi di terzi sul patrimonio investito nel risparmio gestito è stata pari al 27,6%. Ben diversa è la situazione per il canale bancario: in Italia solo il 10% del mercato dell'open architecture è realizzato dagli sportelli delle banche, segno di un gap evidente rispetto alle reti dei promotori.

Figura 8: Penetrazione di prodotti di terzi (percentuale di flussi retail) e tasso di crescita di penetrazione dei prodotti di terzi



Fonte: McKinsey

Le ragioni alla base del vantaggio di cui le reti dei promotori finanziari godono rispetto al canale bancario sono riconducibili ai motivi che rendono più semplice, nella prospettiva di una SGR estera, stabilire una partnership con i promotori invece che con le banche. Le reti di promotori, infatti, sono naturalmente predisposte a gestire una vasta gamma di prodotti e portati a prestare un servizio di consulenza al cliente; lo stesso non può dirsi per i dipendenti bancari, tipicamente impegnato nel collocamento e non nella consulenza al cliente, il che, aspetto non secondario, rende la relazione con le banche meno redditizia. D'altra parte, sono da considerare le difficoltà che la SGR incontrerà nella formazione del personale di sportello, un'attività molto più costosa dell'erogazione della stessa formazione ad una rete di promotori finanziari, dal momento che i canali di formazione usati per questi ultimi (road show, formazione on line, interventi in risposta a richieste specifiche delle reti) non sono sempre replicabili con lo stesso successo ai dipendenti di sportello bancario. Inoltre, le SGR preferiscono le reti di promotori finanziari perché, rispetto agli altri canali, essendo in primo luogo dei consulenti, i promotori finanziari hanno bisogno di disporre di una vasta gamma di prodotti da poter offrire al cliente finale. Al contrario, le banche, nella scelta della SGR estera con cui stabilire una partnership, effettuano un processo di selezione che serve ad individuare la società che presenta la gamma di prodotti più coerente con le caratteristiche della attuale offerta.

Con riferimento alle reti dei promotori finanziari, si può sostenere che lo sviluppo dell'architettura aperta è ormai entrato in una seconda fase, che prevede la scelta di quali gestioni/attività tenere *in house* e quali esternalizzare, attraverso un'accurata selezione di fondi in grado di attivare un processo di sviluppo dei servizi di consulenza finanziaria, e l'apertura ad un numero di società non più indefinito, ma l'individuazione di un numero più ristretto di *brand* partner non solo per quanto concerne la distribuzione ma anche per il servizio di consulenza e la formazione. In questa nuova fase dell'architettura aperta si avverte l'esigenza di un servizio di advisory e di asset al location che consenta un dialogo più proficuo tra distribuzione e produzione e metta il cliente in condizione di scegliere tra due alternative: usufruire del servizio di consulenza vero e proprio o appoggiarsi ad una piattaforma di fondi che gli metta a

disposizione il più elevato numero di fondi. Da questo punto di vista, le esperienza di alcune reti di promotori confermano il ruolo pionieristico che esse svolgono nel sistema della distribuzione italiana, offrendo, da un lato, piattaforme di investimento via web, e, dall'altro, investendo sul servizio di *advisory*.

Come sostenuto nella Relazione annuale per l'esercizio 2010 della Banca d'Italia, la capacità dell'industria italiana di competere nell'ambito del nuovo quadro regolamentare dipenderà in gran parte dalle scelte strategiche dei gruppi bancari italiani, che svolgono un ruolo importante negli assetti proprietari delle società di gestione e nella distribuzione dei loro prodotti. Anche per il canale bancario, quindi, l'offerta del servizio di consulenza previsto dalla MIFID rappresenta un importante banco di prova. Gli intermediari dovranno dotarsi di reti distributive formate da operatori qualificati, che conoscano i prodotti offerti, e che siano anche oggetto di costante attività di aggiornamento professionale e di continuo controllo. Diventerà fondamentale assicurare la presenza di un supporto tecnologico adeguato, in grado di garantire un'efficace attività di analisi e monitoraggio dei portafogli dei clienti, ai quali, infine, sarà necessario garantire la scelta tra prodotti diversi da quelli della casa madre.[26]

L'approccio generalista al business della gestione del risparmio, basato sul presidio dei servizi di investimento, di quelli di transazione e dell'attività di impiego, non è più considerato premiante. Nei mercati finanziariamente più evoluti, appare più marcata la separazione tra l'attività svolta dalle banche tradizionali, che si occupano principalmente di servizi quali l'offerta di carte di credito, di mutui, di conto correnti, e quella svolta da intermediari diversi, ad esempio banche molto specializzate, che si occupano degli investimenti dei loro clienti. In Italia, invece, la scarsa specializzazione degli operatori è la principale causa di una gestione non efficiente della ricchezza finanziaria dei risparmiatori. Gli stimoli che derivano dal rinnovato, e più competitivo, scenario in via di definizione dovranno essere recepiti e trasformati in sforzi tesi ad eliminare tali inefficienze. Allo stesso tempo, gli intermediari dovranno essere accorti nella gestione dei processi di adeguamento alle nuove normative, che impongono un aumento della complessità delle strutture di compliance, oltre che una generale revisione dei processi organizzativi e commerciali. Questo dovrà avvenire nel contesto della razionalizzazione delle strutture e del contenimento dei costi sopra richiamato, e nell'adeguamento alle nuove regole della vigilanza prudenziale previste da Basilea III.

[26] Cfr. Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (2011).

Riferimenti bibliografici

- AMF - Autorité des marchés financiers (2011), Risk and trend mapping for financial markets and savings, May.
- ANIA – Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici, Presentazione tenuta in occasione del 13° Annual Assicurazioni, Milano, 18-19 ottobre 2011.
- Banca d'Italia (2011), Relazione annuale.
- Carletti (2009), Si arresta la crescita degli sportelli: temporaneamente o definitivamente?, Focus Servizio Studi BNL, 25 settembre.
- ECB – European Central Bank (2010), EU banking structures, September.
- Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (2011), Il risparmio degli italiani: tendenze e nuove sfide, Bancaria Editrice, Roma.

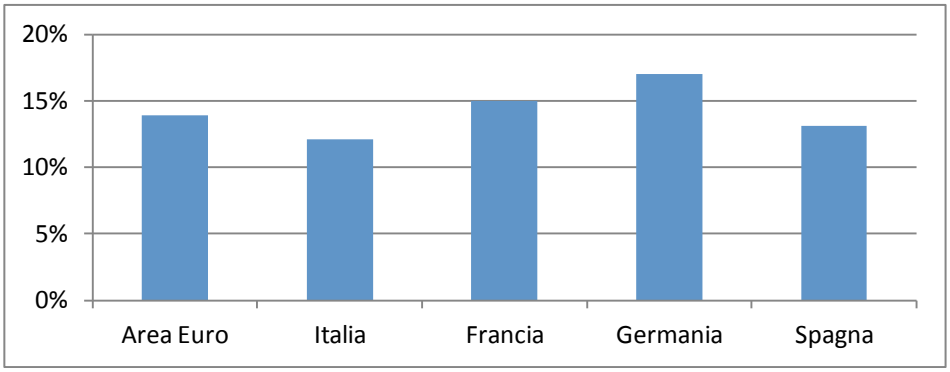
CONCLUSIONI

1. La propensione al risparmio e la sua composizione: l'incentivazione del risparmio a lungo termine

1.1. Overview

L'attuale saggio di risparmio delle famiglie italiane si colloca tra i più bassi rispetto agli altri maggiori paesi dell'area dell'euro (Banca d'Italia, 2011). Nell'eurozona, la propensione al risparmio del 2010 delle famiglie consumatrici e produttrici, in rapporto al reddito disponibile e al lordo della variazione delle riserve dei fondi pensione, dopo l'aumento subito durante la recessione per fini precauzionali, è scesa al 13,9%, dal 15,3% del 2009, tornando ai livelli precedenti la crisi. In Italia, confermando una tendenza di lungo termine, la propensione al risparmio ha continuato a diminuire, passando dal 13,5% del 2009 al 12,1% . In particolare, il calo del reddito disponibile in termini reali, nonostante la crescita della spesa sia stata relativamente modesta, si è tradotto in una riduzione della propensione al risparmio delle famiglie consumatrici, che è scesa nel 2010 all'8,9 per cento. Nel confronto con gli altri paesi analizzati nella ricerca, in Francia e Germania la propensione al risparmio si è mantenuta stabile, intorno al 15% e al 17%, rispettivamente, mentre le famiglie spagnole hanno fatto registrare un forte aumento nel 2009, quando è salita al 18% del reddito disponibile, ed un successivo calo al 13,1% nel 2010.

Figura 2: Propensione al risparmio delle famiglie produttrici e consumatrici nei principali paesi dell'euro zona.



Fonte: Banca d'Italia (2011)

Considerando anche le imprese, la propensione al risparmio del settore privato rispetto al reddito nazionale è diminuita nel 2010 al 18%, mentre è aumentata di mezzo punto percentuale quella del settore pubblico, che è salita dal -2.1% del 2009 al -1,6% del 2010. Sebbene non sia mostrato in tabella, si segnala che il disavanzo delle operazioni correnti con il resto del mondo è salito al 4,3%, il valore più alto raggiunto dalla metà degli anni settanta.

Tabella 4: Risparmio in Italia (quote percentuali del reddito nazionale lordo disponibile)

	2007	2008	2009	2010
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche	2.3	0.8	-2.1	-1.6
Risparmio del settore privato	18.1	17.7	18.5	18
di cui: famiglie consumatrici	7.8	7.7	6.9	6
Risparmio nazionale lordo	20.4	18.5	16.4	16.4

Fonte: Banca d'Italia (2011)

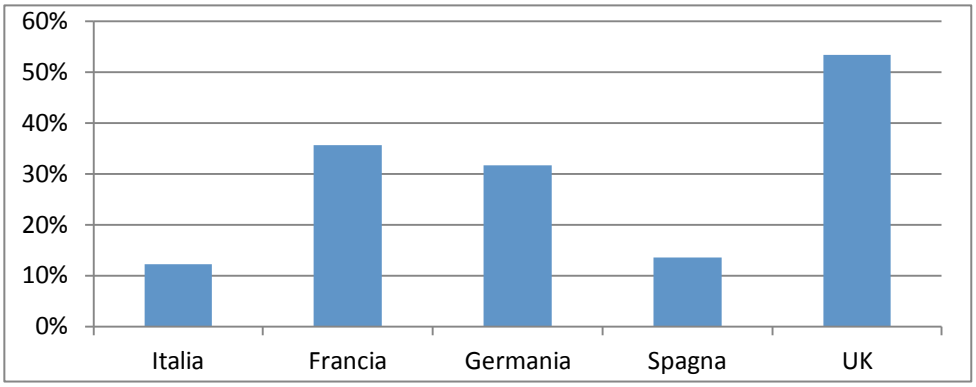
Con la progressiva uscita dalla recessione è legittimo attendersi un'inversione di tendenza della propensione al risparmio. Diventa importante, quindi, che gli intermediari e le autorità del mercato siano in grado di garantire "*soluzioni di tutela e di gestione adeguate alla nuova realtà dei mercati finanziari*" (Siniscalco, 2011).

1.2. LA NECESSITÀ DI INCENTIVARE IL RISPARMIO A LUNGO TERMINE

Come emerso nelle pagine precedenti, nel confronto europeo, le famiglie italiane e spagnole, e in misura minore quelle inglesi, presentano un portafoglio di attività finanziarie più diversificato rispetto ai risparmiatori francesi e olandesi. In particolare, gli investimenti finanziari delle prime sono composti da schemi di investimento collettivo, azioni quotate, titoli di debito e contratti assicurativi, mentre gli investimenti finanziari delle famiglie francesi sono composti prevalentemente da depositi bancari e contratti assicurativi diversi dalle polizze *unit linked*. In altri termini, in base al grado di diversificazione dei propri investimenti, è possibile distinguere tra due gruppi di paesi: quelli dove le famiglie investono percentuali molto basse della loro ricchezza finanziaria in strumenti diversi dai depositi e dalle polizze, ossia Francia, Olanda, e Regno Unito, e quelli per i quali la percentuale di tali investimenti è considerevolmente più alta, ovvero Italia, Germania e Spagna.

Se il maggiore grado di diversificazione delle scelte di investimento delle famiglie italiane può essere interpretato in termini positivi nella prospettiva dello sviluppo del sistema finanziario, permane tuttavia un forte ritardo nei confronti delle altre realtà internazionali sul fronte della quota di risparmio che viene investita in una prospettiva di lungo termine. Alla fine del primo trimestre del 2010, i prodotti gestiti dagli investitori di medio-lungo termine rappresentano poco più del 12% del totale delle attività finanziarie delle famiglie italiane, contro quote del 30-35% in Francia e Germania.

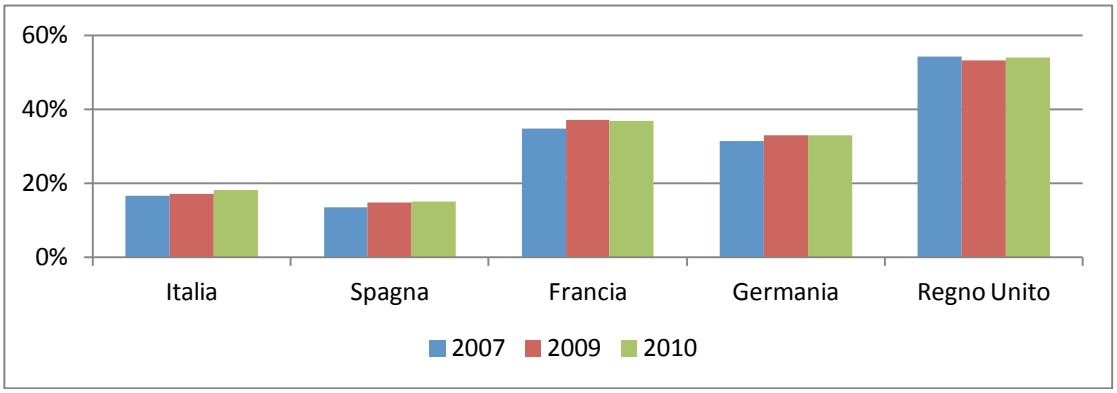
Figura 2: Prodotti gestiti dagli investitori di medio-lungo termine (valori in % del totale delle attività finanziarie delle famiglie – dati al marzo 2010)



Fonte: Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (2011)

Come scritto sopra, le riserve assicurative e previdenziali, inclusi i fondi di quiescenza, erano il 18,2% delle attività finanziarie totali alla fine del 2010, risultando, tuttavia, largamente inferiori al dato relativo all'area euro (30,2%). La Figura che segue evidenzia il dettaglio della quota di tali riserve, sempre in percentuale delle attività finanziarie delle famiglie, per Francia, Germania, Spagna e Regno Unito. I dati medi, sull'orizzonte temporale preso in considerazione (2007 – 2010), evidenziano una distanza marcata tra Spagna e Italia, da un lato, e gli altri tre Paesi europei, dall'altro: Italia e Spagna fanno osservare valori medi pari, rispettivamente a 17,3% e 14,5%, contro valori pari al 36,2% e 32,5% per Francia e Germania, e circa 54% per il Regno Unito. Con riferimento alla composizione, nel contesto di un calo di interesse per le polizze di tipo *linked*, che riguarda in particolare Italia e Francia, il flusso di risparmio indirizzato verso questa famiglia di prodotti è stato attratto particolarmente dalle polizze vita tradizionali, complici la maggiore avversione al rischio dei risparmiatori ed i rendimenti relativamente concorrenziali in un contesto di bassi tassi di interesse.

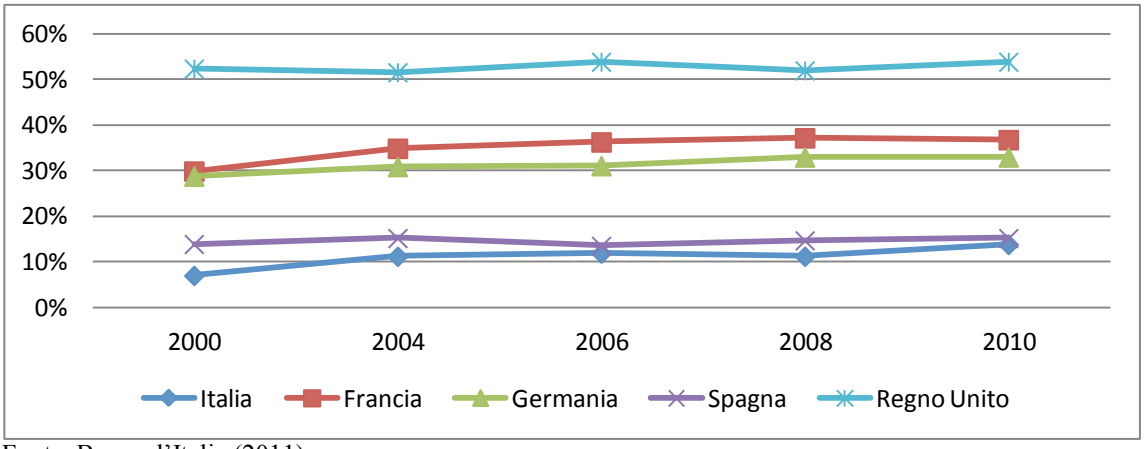
Figura 3: Riserve assicurative e previdenziali delle famiglie europee (in % delle attività finanziarie complessive – dati al dicembre 2010)



Fonte: Banca d'Italia (2011)

Tra il 2000 e il 2010 la quota del portafoglio delle famiglie italiane gestita da assicurazioni e fondi pensione è cresciuta, compensando, sebbene solo in parte, la riduzione della quota gestita dai fondi comuni. Questo trend di crescita ha caratterizzato anche gli altri principali Paesi europei, sebbene con una diversa intensità: tra gli anni 2006 e 2010, il peso di questi investitori istituzionali nel Regno Unito è rimasto sostanzialmente costante. Alla fine del 2010 circa il 14% delle attività finanziarie complessive delle famiglie italiane era gestito dalle compagnie di assicurazione e dai fondi pensione, un valore quasi doppio rispetto a quello del 2000 (7%), ma molto più contenuto rispetto a quelli di Francia, Germania e Regno Unito, che si attestano, rispettivamente, al 36,8, 33 e 53,9 per cento.

Figura 4: Incidenza del patrimonio di assicurazioni e fondi pensione sulle attività finanziarie delle famiglie



Fonte: Banca d'Italia (2011)

Il gap appena descritto può rivelarsi molto pericoloso in prospettiva, oltre che per la minore capacità di sostenere investimenti di lungo termine che esso sottintende, anche alla luce degli interventi sul sistema previdenziale pubblico. Tali interventi provocheranno una progressiva riduzione dei tassi di sostituzione, i parametri che misurano la variazione del reddito lordo del lavoratore nel passaggio dalla fase attiva a quella di quiescenza, esprimendo il rapporto tra l'importo annuo della prima rata di pensione e l'importo annuo dell'ultima retribuzione (o reddito da lavoro). In questo contesto, appunto, la scarsa diffusione degli strumenti di previdenza complementare e il ridotto sviluppo degli investitori istituzionali, e la preferenza per investimenti di breve periodo, sono limiti i cui effetti devono essere attentamente considerati. Secondo Siniscalco (2011), essi richiedono l'adozione di politiche che premino il risparmio previdenziale e, in generale, le forme di investimento a lungo termine, che passa per una razionalizzazione della disciplina della previdenza complementare e per l'istituzione di uno specifico regime fiscale di favore. Queste misure dovrebbero favorire l'affermazione di forme di risparmio "*volontario agevolato*", che completerebbe la gamma di strumenti a disposizione delle famiglie per investire sul lungo periodo. L'allungamento dell'orizzonte di investimento della clientela dovrebbe rendere coerente

la composizione dei portafogli con "*obiettivi di redditività ottenibili nel medio-lungo periodo ottimizzando la movimentazione o ricomposizione dei portafogli che troppe volte è stata finalizzata alla generazione di commissioni*" (Fornasari, 2011).[27] Al riguardo, la composizione ottimale dei portafogli è diventata più difficile nel contesto dei mercati finanziari post-crisi: le incertezze riguardano sia le strutture produttive che i consulenti finanziari. La maggiore separazione tra attività di produzione e attività di distribuzione deve avvenire senza privare le strutture distributive delle competenze finanziarie in grado di orientare gli investimenti di lungo periodo della clientela.

2. LA STRUTTURA DISTRIBUTIVA DEI PRODOTTI FINANZIARI: UN QUADRO DI SINTESI

L'eterogeneità della struttura distributiva adottata nei Paesi oggetto della ricerca è evidenziata nella Tabella 5, che rappresenta sinteticamente le figure coinvolte nella regolamentazione e nel concreto funzionamento dell'industria della distribuzione e della consulenza. In linea generale, i dati a disposizione segnalano che gli intermediari coinvolti nella distribuzione sono coinvolti in un importante processo di razionalizzazione della presenza sul territorio, che si unisce all'effetto di selezione prodotto dalla crisi finanziaria, che ha causato l'uscita dal mercato dei soggetti meno validi.

Tabella 5: La struttura distributiva dei prodotti finanziari in Europa: i soggetti coinvolti

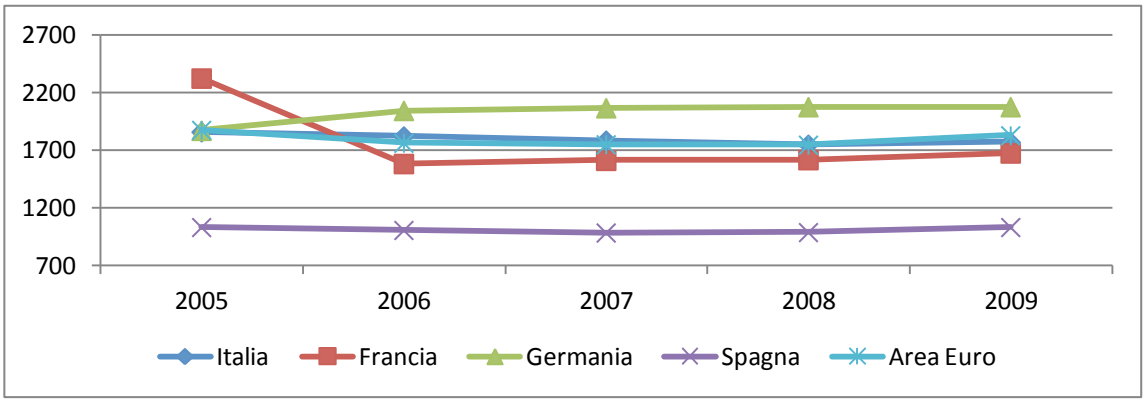
Paese	Istituzioni coinvolte nella disciplina e nel funzionamento della distribuzione dei prodotti finanziari	Soggetti che distribuiscono prodotti finanziari	Soggetti che offrono servizi di consulenza	Chi svolge il ruolo del PF all'estero?
Francia	Autorité des marchés financiers (AMF), Banque de France	Banche, compagnie assicurative, società di investimento, *financial investment adviser, tied agent* (mono e plurimandato)	*Financial investment adviser*	*Financial investment adviser, tied agent*
Germania	Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), Bundesbank	Intermediari finanziari, broker, *independent financial adviser, multi-tied adviser, single-tied adviser*	*Finanzberater* (sino al 2007), *independent financial adviser, tied-agent*	*Independent Financial adviser, Multi-Tied Adviser (Mehrfachagent), Single-Tied Adviser (Gebundener Vertreter)*
Regno Unito	Financial Services Authority	Intermediari (inclusi accordi di bancassurance), *tied agent* (mono e plurimandato), *independent financial adviser*	*Independent financial adviser, whole-of-market adviser, tied agent* (mono e plurimandato)	*Independent financial adviser*
Spagna	Comisión Nacional del Mercado de Valores	Banche, società di gestione fondi di investimento, *empresas de servicios de inversión* (*sociedades de valores, agencias de valores, sociedades gestoras de carteras)*	*Empresas de servicios de inversión, empresas de asesoramiento financiero* (sia persona fisica che giuridica)	*Empresas de Servicios de Inversión*

Fonte: nostre elaborazioni

[27] Cfr. Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (2011).

La struttura dei canali distributivi in Italia ha subito profondi cambiamenti finalizzati ad un recupero di efficienza, perseguito tramite il ridimensionamento dei costi dei canali fisici della distribuzione (promotori, agenzie e sportelli) e la corretta articolazione dei canali virtuali e dei punti di accesso al sistema dei pagamenti. Dal punto di vista della razionalizzazione dei canali distributivi, con riferimento alla rete dei promotori finanziari ed al minor presidio da parte delle banche di questo canale, la crisi ha da un lato favorito l'uscita delle figure meno valide sotto il profilo professionale, e, dall'altro, ha prodotto quel miglioramento sul fronte della produttività che spiega la crescita del peso delle reti di promotori sul totale delle attività finanziarie delle famiglie. Alla fine del 2010, gli sportelli bancari, erano diminuiti da 34.036 a 33.640 rispetto al 2009, proseguendo la riduzione già registrata nel periodo precedente, che aveva interrotto un lungo trend di crescita che aveva accomunato, in particolare, il sistema italiano a quello spagnolo. Al dicembre 2009, il numero medio di abitanti per sportello era pari a 1.771, decisamente inferiore rispetto alla media dell'Unione Europea (2.131) ed al dato tedesco (2.077), sebbene superiore a quello di Spagna (1.034) e Francia (1.676).

Figura 5: Numero di abitanti per sportello bancario in Europa



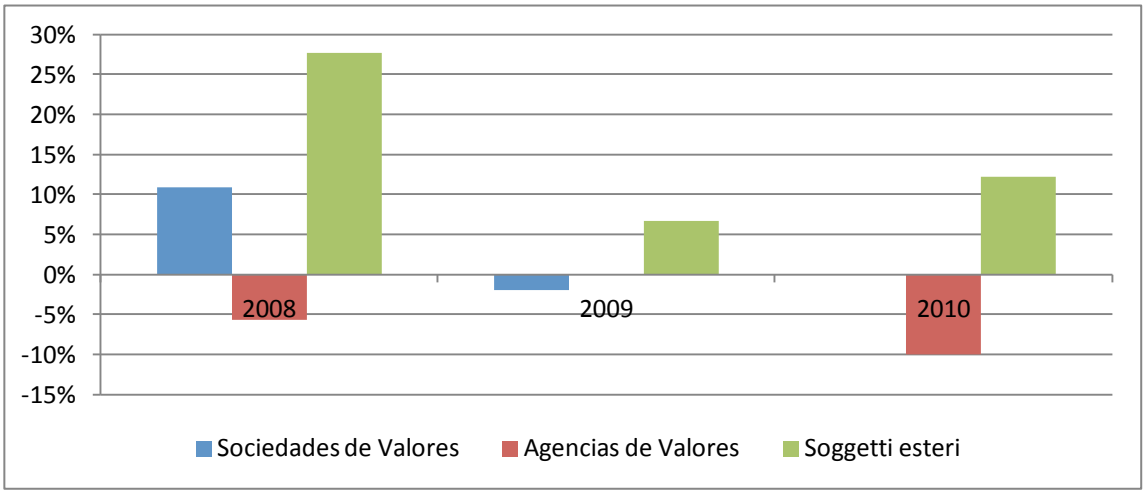
Fonte: ECB (2010)

Nonostante la razionalizzazione della struttura distributiva il sistema italiano registra un gap di produttività nei confronti, in particolare, di Francia e Germania: secondo Carletti (2009), in Italia, il numero di conti correnti per sportello è più basso di quello registrato per gli altri due Paesi europei, e lo stesso vale per i volumi di impieghi e depositi per sportello. Il recupero di efficienza e produttività deve passare per l'azione sul fronte dei costi, agendo sull'articolazione dei canali distributivi fisici e sulla valorizzazione della multicanalità, ma anche su quello dei ricavi, attraverso l'allungamento dell'orizzonte temporale di investimento dei risparmiatori ed il ridimensionamento delle masse investite in prodotti a contenuta marginalità.

Per quanto concerne l'analisi della struttura dei canali distributivi degli altri Paesi diversi dalle banche, la Spagna ha registrato nel biennio 2009 – 2010 una contrazione del 5% del numero delle imprese di investimento di origine nazionale, che sono passate da 100 a 95. Il calo ha riguardato, in particolare le Agenzia de Valores

(broker), il cui numero si è ridotto di cinque unità, e non le Sociedad des Valores (broker-dealer), che sono rimaste stabili a quota 50. Durante lo stesso arco temporale si è osservata la contestuale crescita (+12%) della presenza dei soggetti esteri che operano in Spagna sia attraverso filiali proprie sia in regime di libera prestazione di servizi: essi erano 1.940 nel 2009 e sono diventati 2.176 nel 2010. È quadruplicato, infine, il numero delle imprese di consulenza finanziaria, che erano 16 al dicembre 2009 e hanno raggiunto quota 64 alla fine del primo semestre del 2011.

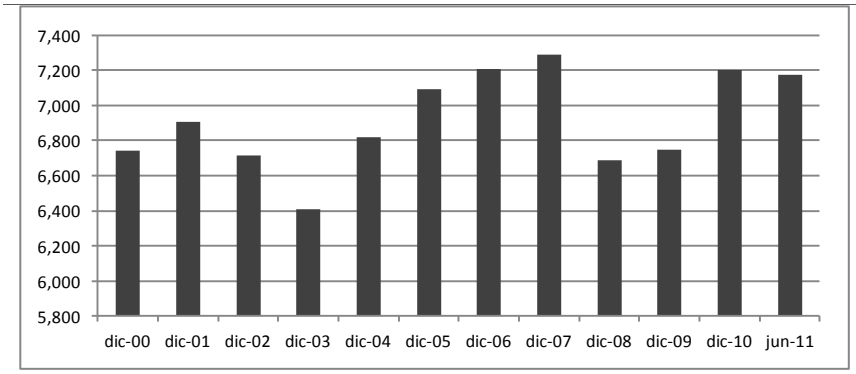
Figura 6: Tassi di crescita delle imprese di servizi di investimento in Spagna



Fonte: Comición Nacional del Mercado de Valores

Alla fine del primo trimestre del 2011, in Spagna operavano 9.569 agenti vincolati ad imprese di servizi di investimento. Il 95% degli agenti sono persone fisiche, il restante 5% hanno scelto la forma della persona giuridica. Tali figure operano prevalentemente alle dipendenze delle Sociedades de Valores, con un peso cresciuto nel corso del tempo. In termini di numerosità (Figura 7), nel periodo 2003 – 2007, si è osservata una forte espansione del numero degli agenti, con un tasso di crescita annuo medio di oltre il 3%. Dopo il calo osservato nei due anni successivi, il numero di agenti è tornato sostanzialmente ai livelli pre-crisi. Nel quadro della necessità per gli intermediari spagnoli, fortemente impattati dalla crisi, di ridurre i propri costi e di modificare i modelli di offerta che, come in Italia, oggi sono incentrati sulle filiali, è legittimo attendersi che il ruolo degli agenti subisca una crescita nel corso dei prossimi anni.

Figura 7: Numero di agenti operativi in Spagna



Fonte: Comición Nacional del Mercado de Valores

Per quanto riguarda il Regno Unito, secondo stime di Datamonitor, alla fine del 2008, operavano circa 12.129 società di consulenza, in calo rispetto all'anno precedente. La Tabella 4 mostra in aggiunta che il 75% di delle imprese di consulenza indipendente non impiegano più di 4 unità di forza lavoro nel ramo vendite. Risulta evidente la preferenza per strutture relativamente più flessibili e di piccola dimensione.

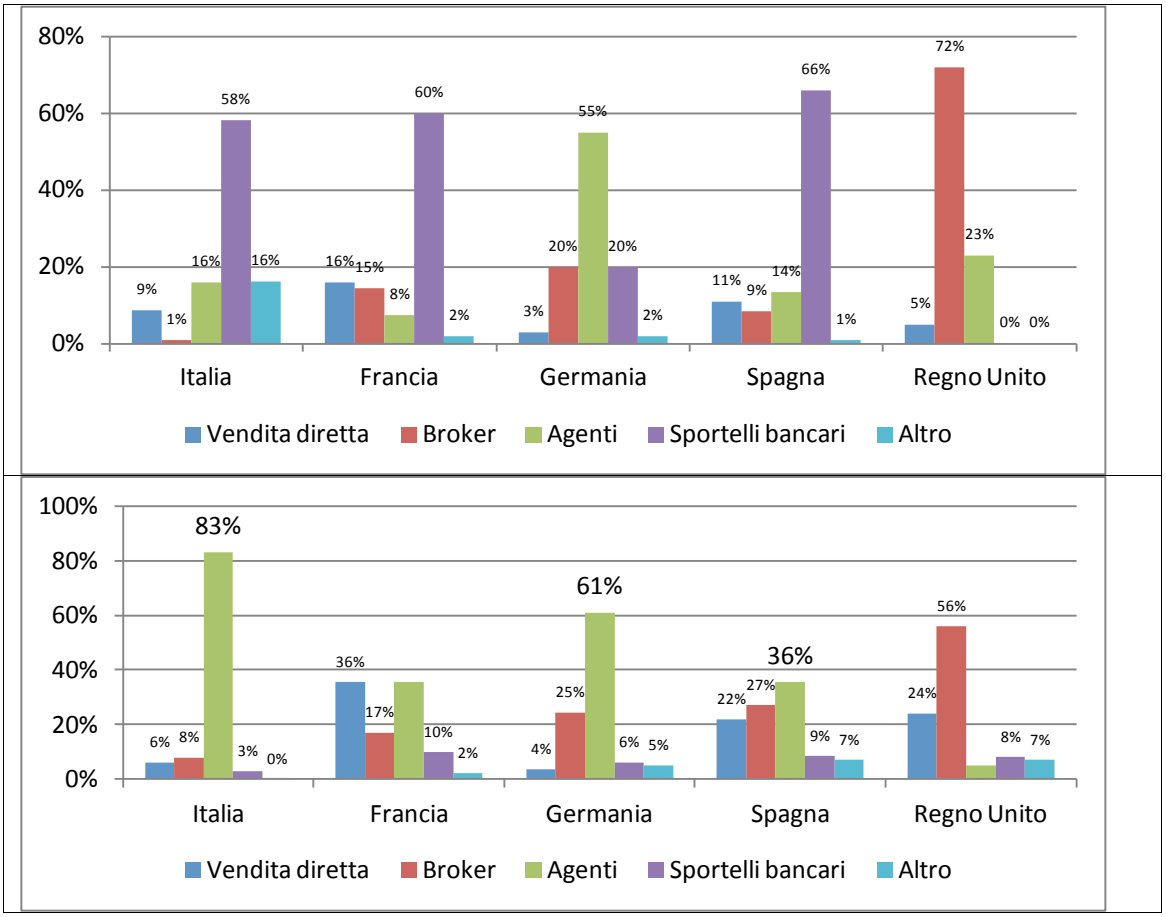
Tabella 2: Società di consulenza per numero di addetti alla vendita

	2007	2008
> 50 sales staff	63	50
21-50 sales staff	112	116
11-20 sales staff	318	309
5-10 sales staff	1.544	1.333
1-4 sales staff	10.172	9.258
Unknown	876	1.063
Total	13.085	12.129

Fonte: Datamonitor (2008)

La maggiore disponibilità di informazioni circa la distribuzione dei prodotti assicurativi consente un confronto internazionale più agevole. Secondo un'analisi condotta dall'ANIA e riferita al 2009, i prodotti vita in Italia sono distribuiti principalmente attraverso il canale bancario, come avviene anche in Francia, Spagna e Olanda, in Germania essi vengono prevalentemente distribuiti attraverso il canale agenziale, mentre nel Regno Unito oltre il 70% dei premi vengono intermediati dai broker (pannello superiore Figura 8). Per quanto riguarda il ramo danni (pannello inferiore Figura 8), invece, c'è una sostanziale uniformità di scelte nella distribuzione: nella gran parte dei paesi europei le polizze danni vengono intermediate principalmente attraverso il canale agenziale, fatta eccezione per il Regno Unito, nel quale oltre il 50% dei premi contabilizzati sono veicolati dai broker, e l'Olanda che utilizza soprattutto lo strumento della vendita diretta.

Figura 8: La distribuzione dei prodotti vita (riquadro superiore) e danni (riquadro inferiore) nei principali paesi europei (dati 2009)



Fonte: ANIA (2011)

3. Open architecture e specializzazione nella distribuzione dei prodotti finanziari: alcune considerazioni

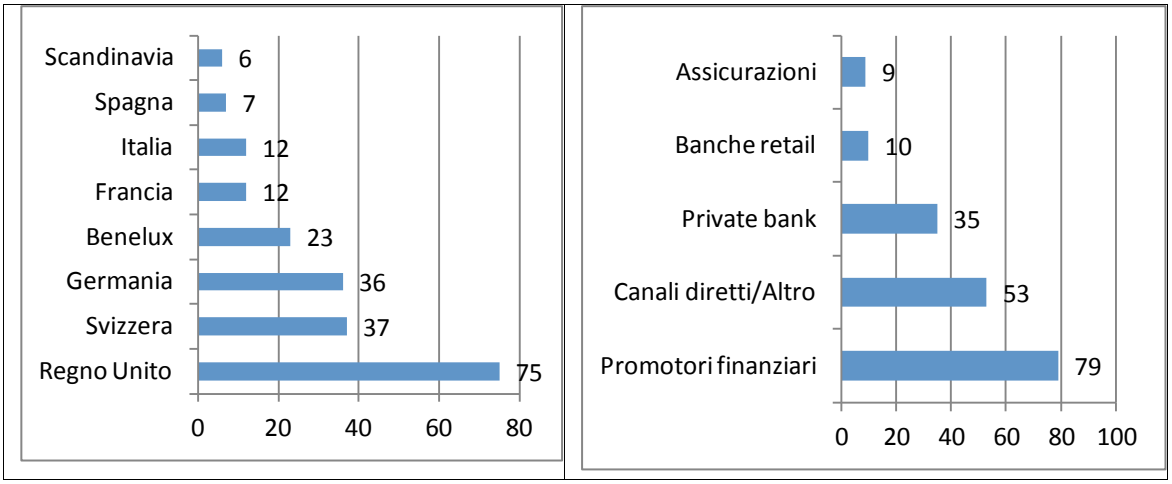
3.1. Open architecture

Il maggior grado di apertura delle reti distributive al collocamento di prodotti di terzi è, senza dubbio, uno degli aspetti caratterizzanti la distribuzione dei prodotti e servizi finanziari degli ultimi anni. Il riconoscimento dell'impossibilità di presidiare con prodotti "interni" tutte le *asset class* in uno scenario finanziario molto più complesso e volatile rispetto al passato e gli stimoli provenienti da più parti verso l'innalzamento della qualità del servizio ne sono le principali ragioni.

Secondo una recente ricerca di McKinsey, nel contesto europeo, l'Italia, insieme alla Francia e alla Spagna, si caratterizza ancora per un basso livello di open architecture nell'industria del risparmio gestito. Il canale distributivo in cui maggiore è la quota di prodotti di terzi offerti è quello dei *financial advisor* (in Italia, i promotori finanziari): in Europa, il 79% degli appartenenti alla categoria distribuisce prodotti di terzi, contro il 10% delle banche retail e il 9% delle compagnie assicurative. La qualità del servizio di consulenza erogato dai promotori finanziari in Italia è confermata proprio

dal livello di open architecture che li contraddistingue e che dimostra che il comportamento delle reti italiane è in linea con i trend europei e globali. Secondo i dati ASSORETI, nel 2010, l'incidenza dei prodotti e servizi di terzi sul patrimonio investito nel risparmio gestito è stata pari al 27,6%. Sotto questo profilo, l'altro grande canale distributivo dei prodotti finanziari, quello bancario, presenta un notevole ritardo: in Italia solo il 10% del mercato totale dell'open architecture è realizzato dagli sportelli delle banche. La maggiore diffusione dell'open architecture presso le reti di promotori si spiega con la naturale predisposizione a gestire una vasta gamma di prodotti e a prestare un servizio di consulenza al cliente, questo essendo un dato che li differenzia rispetto ai dipendenti bancari, tipicamente impegnati nel collocamento e non nella consulenza al cliente.

Figura 9: Penetrazione di prodotti di terzi (percentuale di flussi retail) e tasso di crescita di penetrazione dei prodotti di terzi



Fonte: McKinsey

Alcuni operatori hanno implementato importanti modifiche nei processi distributivi, allo scopo di limitare i problemi relativi ai conflitti di interesse: in alcuni casi, incentivando le reti sui risultati di raccolta complessiva in termini di flussi di risparmio, in altri casi, per operatori di medie e piccole dimensioni, implementando strumenti di selezione per proporre in misura maggiore o esclusivamente prodotti di terzi. Il nuovo modello di distribuzione bancaria deve consentire la valorizzazione dei processi di riqualificazione professionale continua e una progressione di carriera specifica, che provi ad impedire l'uscita delle risorse migliori. Gli eventuali maggiori costi potrebbero essere bilanciati da sistemi di retribuzione maggiormente suddivisi tra componente fissa e componente variabile.

Soffermandosi sulla distinzione tra fondi di gestori che appartengono a gruppi con una consolidata presenza di sportelli bancari sul territorio italiano (SGR bancarie captive) e tutti gli altri (gruppi esteri, indipendenti o il cui canale distributivo è rappresentato dai promotori finanziari), Siniscalco (2011) osserva che il secondo gruppo di società è sempre in grado di mantenere un buon livello di raccolta. Questo dovrebbe suonare da monito per quei gestori che ancora collocano sulla base del canale bancario

captive per provare a differenziare le proprie politiche commerciali, soprattutto alla luce della competizione con la raccolta bancaria diretta che viene esacerbata alla luce delle richieste di ulteriore rafforzamento dei presidi patrimoniali rivolte alle banche dalle autorità.

3.2. SPECIALIZZAZIONE

L'approccio generalista al business della gestione del risparmio, basato sul presidio dei servizi di investimento, di quelli di transazione e dell'attività di impiego, non è più considerato premiante. Nei mercati finanziariamente più evoluti, è sempre più netta la separazione tra l'attività svolta dalle banche tradizionali e quella svolta da intermediari diversi da queste, ad esempio banche molto specializzate che si occupano degli investimenti dei loro clienti.

In Italia, invece, la scarsa specializzazione degli operatori è la principale causa di una gestione non efficiente della ricchezza finanziaria dei risparmiatori. Gli stimoli che derivano dal rinnovato, e più competitivo, scenario in via di definizione dovranno essere l'occasione eliminare tali inefficienze. Allo stesso tempo, gli intermediari dovranno essere accorti nella gestione dei processi di adeguamento alle nuove normative, che impongono un aumento della complessità delle strutture di compliance, oltre che una generale revisione dei processi organizzativi e commerciali. Per le banche tutto ciò dovrà avvenire nel contesto della razionalizzazione delle strutture e del contenimento dei costi sopra richiamato, e nell'adeguamento alle nuove regole della vigilanza prudenziale previste da Basilea III.

Riferimenti bibliografici

- AMF - Autorité des marchés financiers (2011), Risk and trend mapping for financial markets and savings, May.
- ANIA – Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici, Presentazione tenuta in occasione del 13° Annual Assicurazioni, Milano, 18-19 ottobre 2011.
- Banca d'Italia (2011), Relazione annuale.
- ECB – European Central Bank (2010), EU banking structures, September.
- Siniscalco D. (2011), Il risparmio e la sua gestione: situazione e sfide del mercato italiano, in Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza, Il risparmio degli italiani: tendenze e nuove sfide, Bancaria Editrice, Roma.