

# PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

SOLDI IN TESTA

RISPARMIO GESTITO IN BORSA

*I paradossi  
delle bolle  
speculative*

di Marco Lo Conte

L'eroe del giorno si chiama Noah Hamman ed è il ceo di AdvisorShares. Il 27 dicembre scorso, Hamman in un'intervista aveva vaticinato l'imminente crollo di Wall Street e delle principali Borse internazionali di circa il 50%. Due mesi e mezzo dopo la profezia non è troppo lontana dall'avverarsi. Certo, Hamman non aveva previsto né coronavirus né tantomeno le sue conseguenze globali. Ma tra buy back, tassi negativi e valutazioni esagerate per molte quotate non era troppo difficile essere perplessi sulla tenuta del mercato toro. La diffusione globale del contagio ha avuto l'effetto di detonatore per lo scoppio di una bolla finanziaria. Ed è (e questo è il paradosso) una vera fortuna. Certo, chi aveva comprato a dicembre e vuole vendere ora rischia una minusvalenza, ma qui entrano in gioco i concetti di profilo di rischio e di orizzonte temporale. Per tutti gli altri, la fortuna di vivere una crisi finanziaria è spiegata in breve: tralasciando le piccole bolle delle forniture di grano ai tempi dell'Impero Romano, i tulipani del '600, i mari del sud del '700, le ferrovie dell'800, tanto si è appreso dal crack del 1929, da quella dei paesi emergenti del 1998, della neweconomy del 2000 e dei mutui subprime del 2007. In ciascuna occasione dalla reazione delle istituzioni finanziarie e dai loro errori - come per l'attendismo della Banca centrale Usa nel '29 - le economie e i mercati sono usciti rafforzati, con importanti occasioni di acquisto sui minimi. Non indenni da altri problemi, ma rafforzati. Ci sono voluti almeno sei anni nel 1929, tre fino al marzo 2003 dopo il crack hi-tech, uno e mezzo dal fallimento di Northern Rock alla ripartenza dei listini nel marzo 2009. Senza sottovalutare strascichi, danni e ripercussioni, anche quanto sta accadendo è un'opportunità: c'è voluto il coronavirus per passare dai 450 mila ai circa 5 milioni di lavoratori in smartworking; così come c'è voluta un'epidemia per spingere a un più agile utilizzo dell'educazione digitale nelle scuole, nella sanità e nella finanza: più di tanti convegni e petizioni di principio è la necessità a spingere la conoscenza verso la competenza e l'abilità. Fin qui l'approccio da bicchiere mezzo pieno, con i grandi numeri della storia del mercato azionario che inquadrano come lievi increspature le turbolenze odierne. Ma questa volta potrebbe durare più a lungo e con conseguenze profonde e difficilmente gestibili (se dovessimo fare a meno di internet?). Perché Hamman aveva ragione nel dire che i listini erano sopravvalutati e i margini di discesa ancora ampi.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Lo slalom delle banche reti per produrre utili record

Azimut ha beneficiato nel 2019 dell'aumento dei costi fissi, mentre la nuova performance fee entra in vigore dal 2020

Gianfranco Ursino

■ Utili record difficilmente ripetibili. Le principali banche-reti di distribuzione di prodotti finanziari quotate a Piazza Affari hanno chiuso il 2019 con risultati molto positivi sulla scia del favorevole andamento dei mercati durante lo scorso anno.

Banca Mediolanum (565 milioni), Azimut (370 milioni), Banca Generali (272 milioni) e FinecoBank (269 milioni) hanno conseguito il miglior utile netto della loro pluriennale storia. Ma come sono stati conseguiti questi risultati approvati nelle scorse settimane dai Cda delle società quotate che traggono dal risparmio gestito gran parte dei loro ricavi?

I modelli di business variano ed evolvono nel tempo e ognuno ha tra le sue fonti di ricavo diverse tipologie di commissioni pagate dai clienti. Ed anche quando apportano dei cambiamenti, che in teoria dovrebbero portare dei benefici nel tempo per i clienti, i grandi gruppi finanziari trovano il modo di perseguire nel breve dei benefici per i loro bilanci.

L'ABBANDONO DEL VECCHIO CRITERIO

A inizio 2019 Azimut e Banca Mediolanum hanno annunciato di dover modificare il loro storico metodo di calcolo delle commissioni di performance previsto dai loro fondi comuni domiciliati all'estero, per renderle più eque per le tasche dei sottoscrittori ed allinearsi ai principi Iosco. Per i fondi di diritto italiano già nel 2005 Bankitalia aveva imposto di calcolare l'extra performance con dei paletti ben precisi, che avevano indotto le case di gestione italiane a indirizzare via via le masse raccolte sui loro fondi di diritto estero. In particolare, la cadenza del prelievo non dovrebbe essere inferiore all'anno per non dare la possibilità ai gestori di incassare un premio con il saliscendi dei listini sulla base dei risultati conseguiti in un solo mese o trimestre. Una prassi che, grazie alla volatilità dei mercati, può consentire ai gestori di incassare un premio anche quando il loro fondo chiude l'anno in perdita.

VOCI DI COSTO FISSI AL RIALZO

Nell'abbandonare questi criteri di definizione delle performance fee e passare a una base temporale di calcolo annuale, Azimut e Mediolanum hanno però nel contempo annunciato un aumento delle provvigioni fisse, in media di circa 50 punti base, per non dover subire un calo dei ricavi commissionali. Un incremento che entrambi i gruppi hanno deciso di non caricare sulle provvigioni

di gestione, bensì su altre voci commissionali (costi di auditing, compliance, brokeraggio, ricerca e altro) che vengono trattenuti integralmente dalla società di gestione, senza doverli in parte retrocedere ai consulenti finanziari, come invece da prassi avviene con le commissioni di gestione. Voci di costo che in genere non superano nel complesso i 10 punti base, sono aumentate in un colpo solo di 27,55067 punti base.

LO SFASAMENTO DI AZIMUT

Ma se per Mediolanum l'adeguamento della commissione di performance e l'aumento delle spese fisse sono entrate in vigore contestualmente l'1 gennaio 2019, per Azimut invece i tempi di introduzione delle due modifiche sono stati ben diversi: l'aumento delle commissioni fisse è scattato il 15 febbraio 2019 mentre le "vecchie" commissioni di performance sono state definitivamente abbandonate nel corso del mese di gennaio del 2020. Nel 2019, quindi, Azimut ha potuto beneficiare sia dell'incremento delle commissioni fisse, sia degli introiti garantiti dalla storica metodologia che consentiva peraltro di calcolare con cadenza trimestrale le commissioni di incentivo in base al rendimento assoluto del fondo, senza neanche dover fare meglio dell'indice di riferimento.

L'INCIDENZA DEI COSTI SULLE MASSE

C'è da dire che Mediolanum con il nuovo metodo di calcolo, lo scorso anno ha comunque incassato performance fee record (425 milioni) con un mercato che, mese dopo mese, è salito quasi costantemente. Secondo l'ultimo report sul settore redatto da Mediobanca Securities, le management fee medie lorde sul gestito di Azimut e Mediolanum nel 2019 sono pari rispettivamente a 190 e 210 punti base, rispetto a Fineco e Banca Generali che addebitano ai clienti una media rispettivamente di 130 e 140 punti base.

LA VIA SUI GENERIS DI BANCA GENERALI

Se Fineco non applica commissioni di performance e ha nel suo core business fonti di ricavo diverse (vedi articolo a lato), Banca Generali applica le commissioni di incentivo con due metodologie diverse: sui 3 miliardi circa di masse ancora presenti nei comparti della Sicav Bg Selection, non più in distribuzione dal 2018, calcola ancora l'incentivo su base trimestrale; sui 10 miliardi gestiti con i comparti di Lux IM, Banca Generali applica la formula sui generis dei 12 mesi rolling: mese dopo mese vengono fatte le osservazioni ogni volta rispetto ai 12 mesi precedenti. Nel 2019 un'unica osservazione sull'anno solare avrebbe fatto incassare più performance fee a Banca Generali di quanto incassato. Ma a prescindere, per entrambe le Sicav, a tendere anche Banca Generali dovrebbe adeguarsi ai principi Iosco.

gianfranco.ursino@ilssole24ore.com

@g\_ursino

© RIPRODUZIONE RISERVATA

La fonte dei ricavi

Confronto delle entrate commissionali 2019 delle banche-reti quotate a Piazza Affari. Dati in milioni di euro

	AZIMUT	MEDIOLANUM	B.CA GENERALI	FINECO
Patrimonio complessivo	59.100	84.716	69.032	81.400
Masse gestite	45.900	56.100	50.500	40.500
Raccolta netta	4.600	4.064	5.100	5.800
<b>Ricavi da commissioni</b>	<b>1.037</b>	<b>1.841</b>	<b>927</b>	<b>345</b>
di entrata	6	38	29	5
di gestione/ricorrenti	753	1.027	646	181
di performance	207	425	147	-
da polizze	71	42	-	-
da consulenza	-	-	17	60
da servizi bancari	-	158	59	21
da servizi d'invest./trading	-	153	30	77
<b>Utile netto</b>	<b>370</b>	<b>565</b>	<b>272</b>	<b>269</b>
N° consulenti/private banker	1.788	5.197	2.050	2.541

FONTE: elaborazioni su dati estratti da documenti societari

## Il peso del trading sui conti di Fineco

MARGINE DI INTERESSE

Verso l'addio alla rendita "garantita" dalla liquidità investita in bond UniCredit

■ Margine di interesse, risparmio gestito e commissioni di brokeraggio. Un mix di fonti di ricavi che in FinecoBank sono in rapido rimescolamento. Per l'istituto guidato da Alessandro Foti, che fino all'approdo in Borsa nel 2014 era controllato da Unicredit, sta per volgere al termine la rendita garantita dai bond dell'ex-controllante che detiene in parte ancora nel proprio portafoglio. All'epoca della quotazione, infatti, Fineco per impiegare la liquidità aveva concordato la sottoscrizione di obbligazioni Unicredit per circa 11 miliardi, che hanno offerto un rendimento medio annuo superiore al 2%. Una vera "manna", alla luce della successiva discesa dei tassi di interessi sul mercato, che però è destinata via via a svanire nei prossimi anni. Al 31 dicembre scorso la liquidità di Fineco investita in obbligazioni Unicredit è ancora pari a 7,5 miliardi di euro, ma è destinata ad azzerarsi nel 2024 (1,8 miliardi nel 2020, 1,9 nel 2021, 2,2 nel 2022, 1,1 nel 2023 e 0,6 miliardi nel 2024). E per impiegare la liquidità Fineco ha avviato una diversificazione degli investimenti, in prevalenza in titoli governativi europei che rendono poco o nulla, ma che non assorbono capitale ai fini delle regole di vigilanza. E i copiosi ricavi da margine di interessi non sono quindi più sostenibili, almeno fino a quando la

curva dei tassi non tornerà a crescere.

Anche per questi motivi dallo scorso mese di febbraio Fineco ha deciso di iniziare a far pagare un canone mensile ai correntisti. La coperta è corta e quindi il repricing sui conti - che dovrebbe garantire intorno a 15 miliardi di euro quest'anno - andrà a compensare in tutto o in parte la pressione sui margini d'interesse.

Ma è dalle commissioni che ricava dalle operazioni di trading effettuate dai clienti - le cosiddette commissioni di brokeraggio - che Fineco in questa fase confida per poter sostenere i conti: una fonte di ricavo anticiclica che sale quando le altre due (margini di interesse e risparmio gestito) scendono. Una terza gamba per reggere le sorti del bilancio in un momento in cui la volatilità è alle stelle e la curva dei tassi inesorabilmente scende senza scorgere la risalita nel breve termine.

Una crescita delle commissioni di brokeraggio è stata già registrata nel primo bimestre del 2020. Tra gennaio e febbraio il trading ha registrato continui record di ordini eseguiti e di volumi, con i ricavi che in due mesi sono pari a 33 milioni di euro (il dato complessivo del 2019 è stato di 77 milioni di euro). Ma il bilancio di Fineco non può reggersi sulle commissioni da trading nel lungo periodo. Ed anche per questo da mesi è in atto un trasferimento dei risparmi dei clienti dai depositi ai fondi comuni. Questo è lo slalom di Fineco per tenere su gli utili di bilancio. — G.Ur.

gianfranco.ursino@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA