

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Marzo-Giugno 2018

2-3

Tariffa Regime Libero:-Poste Italiane S.p.a.-Spedizione in abbonamento Postale-70%-DCB Roma

RIVISTA BANCARIA MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	GIOVANNI FERRI, Università LUMSA
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S.C.	FRANCO FIORELISI, Università degli Studi "Roma Tre"
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi del Sannio	FABIO FORTUNA, Università Niccolò Cusano
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	EUGENIO GAJOTTI, Banca d'Italia
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	GUR HUBERMAN, Columbia University
ENRICO MARIA CERVELLATI, Università di Bologna	AMIN N. KHALAF, Ernst & Young
RICCARDO CESARI, Università di Bologna e IVASS	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	NADIA LINCIANO, CONSOB
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	PINA MURÉ, Sapienza - Università di Roma
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	FABIO PANETTA, Banca d'Italia
RITA D'ECCLESIA, Sapienza - Università di Roma	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi del Molise
GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
CARMINE DI NOIA, CONSOB	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
LUCA ENRIQUES, University of Oxford	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
	ALBERTO ZAZZARO, Università Politecnica delle Marche

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

GIORGIO DI GIORGIO (*editor in chief*) - Domenico Curcio (*co-editor*)

Alberto Pozzolo (*co-editor*) - Mario Stella Richter (*co-editor*)

Direttore Responsabile: Giovanni Parrillo

Comitato di Redazione: Francesco Baldi, Vincenzo Formisano, Stefano Marzioni, Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito.

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA
«FRANCESCO PARRILLO»

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI

MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

TANCREDI BIANCHI, FABRIZIO D'ASCENZO, GIAN GIACOMO FAVERIO, ANTONIO FAZIO,
GIUSEPPE GUARINO, PAOLA LEONE, ANTONIO MARZANO, FRANCESCO MINOTTI,
PINA MURÉ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO',
CARLO SALVATORI, MARIO SARCINELLI, FRANCO VARETTO

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA

ANNO LXXIV (NUOVA SERIE)

MARZO-GIUGNO 2018 N. 2-3

SOMMARIO

Editoriale

G. DI GIORGIO	Il rebus dell'inflazione.....	3
---------------	-------------------------------	---

Saggi

C. GUERELLO	Un modello previsionale	
P. MURÈ	per le sanzioni	
N. ROVO	bancarie	
M. SPALLONE	in Italia.....	7
E. ALLODI	Un'analisi economica	
C. CACCIAMANI	per la gestione	
E. GUARDIGLI	dei <i>non-performing loans</i>	43

Contributi

P. FANDELLA	Lo sviluppo dei Fondi in arte come opportunità di diversificazione del portafoglio di investimento	85
M. GIANNANTONIO	Nuova segnalazione delle esposizioni in sofferenza: implicazioni per il sistema bancario	117

Interventi

L'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF). Un anno di attività (<i>G. E. Barbuzzi</i>)	143
MIFID II: la tutela dell'investitore si basa sul rapporto relazionale ed etico (<i>J. Capobianco</i>)	161

Rubriche

Qualificazione professionale e profili operativi per il collegio sindacale in banca (<i>F. Minnetti</i>)	167
Il futuro del <i>private banking</i> in Italia (<i>Intervista a Fabio Candeli</i>)	185
I ritardi di pagamento della PA: analisi degli effetti del razionamento del credito alle aziende durante la crisi dei debiti sovrani 2011-2012 (<i>Crif Credit Solutions</i>)	191
Bankpedia: Microcredito all'impresa: profili normativi, operatori non bancari e vincoli all'accesso (<i>D. D'Angelo</i>).....	199

Recensioni

W. N. Goetzmann, <i>Denaro: come la finanza ha reso possibile la civiltà</i> (<i>L. Paliotta</i>)	213
--	-----

RIVISTA BANCARIA - MINERVA BANCARIA

Rivista Bancaria - Minerva Bancaria è sorta nel 1936 dalla fusione fra le precedenti Rivista Bancaria e Minerva Bancaria. Dal 1945 - rinnovata completamente - la Rivista ha proseguito senza interruzioni l'attività di pubblicazione di saggi e articoli in tema di intermediazione bancaria e finanziaria, funzionamento e regolamentazione del sistema finanziario, economia e politica monetaria, mercati mobiliari e finanza in senso lato.

Particolare attenzione è dedicata a studi relativi al mercato finanziario italiano ed europeo.

La Rivista pubblica 6 numeri l'anno, con possibilità di avere numeri doppi.

Spedizione in abbonamento postale - Pubblicazione bimestrale - 70% - Roma

Finito di stampare nel mese di aprile 2018 presso Press Up, Roma

Note per i collaboratori: *Gli articoli ordinari possono essere presentati in italiano o in inglese e devono essere frutto di ricerche originali e inedite. Ogni articolo viene sottoposto alla valutazione anonima di due referee selezionati dal Comitato Scientifico, ed eventualmente da un membro dello stesso.*

*Gli articoli accettati sono pubblicamente scaricabili (fino alla pubblicazione cartacea) sul sito della rivista: www.rivistabancaria.it
Gli articoli dovranno essere corredati da una sintesi in italiano e in inglese, di massimo 150 parole. Per maggiori indicazioni sui criteri redazionali si rinvia al sito della Rivista.*

La Rivista ospita anche, periodicamente, interventi pubblici, atti di convegni patrocinati dalla Rivista stessa, dibattiti, saggi ad invito e rubriche dedicate. Questi lavori appaiono in formato diverso dagli articoli ordinari.

La responsabilità di quanto pubblicato è solo degli autori.

Gli autori riceveranno in omaggio tre copie della Rivista

Gli articoli possono essere sottomessi inviando una email al seguente indirizzo: redazione@rivistabancaria.it

Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

L'Istituto di Cultura Bancaria è un'associazione senza finalità di lucro fondata a Milano nel 1948 dalle maggiori banche dell'epoca allo scopo di diffondere la cultura bancaria e di provvedere alla pubblicazione della Rivista. La Rivista è stata diretta dal 1945 al 1974 da Ernesto d'Albergo e poi per un altro trentennio da Francesco Parrillo, fino al 2003. In questo secondo periodo, accanto alla trattazione scientifica dei problemi finanziari e monetari, la rivista ha rafforzato il suo ruolo di osservatorio attento e indipendente della complessa evoluzione economica e finanziaria del Paese. Giuseppe Murè, subentrato come direttore dal 2003 al 2008, ha posto particolare accento anche sui problemi organizzativi e sull'evoluzione strategica delle banche. Nel 2003, l'Istituto di Cultura Bancaria è stato dedicato alla memoria di Francesco Parrillo, alla cui eredità culturale esso si ispira.

Editrice Minerva Bancaria srl

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma
redazione@rivistabancaria.it

AMMINISTRAZIONE

EDITTRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.

presso P&B Gestioni Srl, Viale di Villa

Massimo, 29 - 00161 - Roma -

Fax +39 06 83700502

amministrazione@editriceminervabancaria.it

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

IL FUTURO DEL PRIVATE BANKING IN ITALIA

INTERVISTA A FABIO CANDELI*



la ricerca affannosa di rendimenti da parte dei risparmiatori.

Quali sono le strategie per fronteggiare le richieste della clientela?

Nell'attuale contesto di rendimenti nulli degli investimenti a rischio basso e di ripresa lenta dei tassi la prima reazione del sistema nel suo complesso per ottenere i ritorni a cui i clienti erano abituati è stata quella di alzare il profilo di rischio del patrimonio, sia in termini di peso azionario sia di peso obbligazionario a rating minore. Infatti i dati complessivi di raccolta netta del 2017 dimostrano la sostituzione della tradizionale componente a basso rischio, rappresentata da BOT, BTP, conti correnti vincolati e pronti contro termine, con prodotti di risparmio gestito. All'interno di questi ultimi si rileva una raccolta netta negativa per i fondi monetari e obbligazionari governativi più che compensa-

Il 2017 ha fatto registrare ottimi risultati per il risparmio gestito: sono entrati nel sistema oltre 97 miliardi di euro da inizio d'anno, lo stock di patrimonio gestito ha raggiunto un nuovo massimo storico a 2.089 miliardi di euro. La clientela è in cerca di alternative in uno scenario di tassi guida per lungo tempo vicini allo zero, mentre il fondo Monetario Internazionale mette in guardia contro i rischi indotti dal-

* Amministratore Delegato di Banca Profilo SpA.

ta da raccolta netta positiva record sui fondi a maggior rischio quali gli azionari, i flessibili e gli obbligazionari non governativi. Tale soluzione può però rappresentare una forzatura del profilo rischio rendimento atteso dal cliente, comportare una maggiore probabilità di perdite e aggiungere volatilità ai rendimenti.

Guardando invece al comportamento degli investitori più contigui al mondo *private*, cioè i *professional* e i *family office*, si nota un atteggiamento diverso. In particolare si rileva la ricerca di forme di diversificazione su investimenti alternativi, dove il rendimento sia collegato più all'illiquidità dello strumento che non alla sua volatilità. In alcune *asset class* non tradizionali, infatti, si può ottenere un discreto "premio" se si è disposti a rinunciare alla liquidabilità dell'investimento, quantomeno nel breve termine, spesso con l'ulteriore beneficio di una sostanziale decorrelazione dagli investimenti quotati.

Ricerche di mercato sulla composizione dei portafogli dei grandi *family office* internazionali, come quella di UBS del 2017, mostrano come la partecipazione degli investimenti alternativi all'*asset allocation* abbia raggiunto un peso uguale o addirittura superiore alla metà del patrimonio, livelli raramente visti in passato. In particolare, tra gli alternativi, oltre al tradizionale segmento del *real estate* che ha raggiunto il 15% del totale patrimonio, hanno assunto un ruolo crescente gli investimenti diretti in

aziende e *start up* (11%) e in fondi di *private equity* e co-investimenti con gli stessi (10%).

La clientela più sofisticata richiede soluzioni di investimento che guardino a strategie alternative o succedanee dell'investimento obbligazionario e di quello azionario. Su queste basi l'offerta di prodotti di investimento per la nostra clientela si è concentrata su nicchie specifiche sia immobiliari sia aziendali. Nel primo caso ricercando rendimenti sostitutivi delle obbligazioni attraverso fondi alternativi, nel secondo caso dando esposizione diretta alla crescita economica delle aziende, già ben prezzata sui mercati quotati ma ancora attraente negli investimenti diretti. Esempi della prima tipologia di investimento sono stati il mercato residenziale di Berlino e il mercato delle residenze sanitarie assistenziali in Germania, mentre esempi della seconda sono stati investimenti nei settori del *food*, del *wellness* e delle biotecnologie attraverso soluzioni paragonabili al *private equity*, tramite i cosiddetti *club deal*.

Il tutto passa da un grande sforzo di formazione/informazione della clientela che fatica a cambiare i comportamenti finanziari e le aspettative di rendimento consolidati da un *trend* ultra ventennale di ritorni positivi sull'*asset class* obbligazionaria a basso rischio.

Le analisi della Consob sul comportamento delle famiglie mostrano che, in

generale, il cliente è ancora diffidente nei confronti della consulenza finanziaria. Si tratta anche, come dimostra l'indagine, di un problema di educazione finanziaria.

Nella sua esperienza, il cliente è disposto a pagare qualcosa di più rispetto ai prezzi di mercato se acquista un bene o un servizio che lo aiuta a soddisfare un bisogno specifico? Come creare valore per il cliente?

Nella nostra esperienza, la creazione di valore, e quindi la capacità di essere pagati, passa per pochi ma essenziali principi guida: indipendenza e differenziazione, a cui abbiamo recentemente aggiunto la *customer experience*, di derivazione dal mondo del digitale.

Il riscontro tangibile della clientela in questo periodo di necessari mutamenti delle abitudini di investimento è quello di voler pagare sempre meno i servizi cosiddetti "commodity", cioè standardizzati e determinati da modelli di *business* non dedicati, coerentemente con il calo dei rendimenti degli stessi. Al contrario, il cliente si dimostra disponibile a pagare commissioni, anche importanti per un mercato attento come quello *private*, su idee di investimenti innovative e differenziate rispetto alla concorrenza, che dimostrino di rispondere alla ricerca di rendimento in maniera non convenzionale.

La MIFID II impone regole di condotta e di trasparenza molto

più complesse. È una sfida, ma è anche un'opportunità?

L'introduzione di MiFID II rappresenta certamente un cambio di passo nel modo di fare *private banking*, anche se il successo nella tutela dell'investitore e nella trasparenza informativa potrà essere valutato solo una volta osservata la concreta implementazione dei suoi principi cardine. Il rischio che si sviluppino delle conseguenze paradossali, come modelli di pura distribuzione costretti a dotarsi di fabbrica prodotta, o che le indicazioni siano solo parzialmente seguite, come l'evidenza dei soli costi "superficiali" esclusi i costi dei prodotti sottostanti, è di difficile valutazione in questi primi mesi.

È però vero che l'apparente riduzione di ruolo per la distribuzione, a favore della produzione, può costituire un'opportunità per gli operatori più qualificati nel segmento. Non assisteremo ad una trasformazione profonda dei modelli distributivi e ritengo che la consulenza che si dichiara indipendente rimarrà, almeno nei primi anni di applicazione della direttiva, marginale rispetto ai modelli orientati verso la consulenza non-indipendente. In un momento di grande pressione competitiva e congiunturale sui margini la possibilità di percepire le commissioni di retrocessione, sostitutive di un servizio che il cliente è solo in parte disposto a pagare, rimarrà nel breve un elemento difficilmente rinunciabile dalla maggioranza degli operatori.

In termini di opportunità, credo che i *player* favoriti siano quelli che stanno approfittando del nuovo quadro normativo per accelerare sull'innovazione di prodotto e servizio, in uno dei rari momenti per il settore bancario in cui gli investimenti in innovazione possono creare un vantaggio competitivo. Al riguardo conterà molto la disponibilità di tecnologie che consentano di rendere distribuibile e scalabile il valore aggiunto creato dalle strutture. Il *private banking* non è sicuramente immune alla rivoluzione tecnologica, nonostante per anni si sia pensato in questi termini.

Relativamente al segmento più elevato del mondo *private*, vediamo cruciale l'allargamento della gamma di offerta attraverso l'introduzione di piattaforme che diano accesso ad investimenti una volta riservati solo al mondo istituzionale.

Come dare maggior valore alla diversificazione dei portafogli all'investimento in una prospettiva di medio termine?

Nello scenario deflazionistico degli ultimi decenni la "diversificazione" di portafoglio è stato uno straordinario strumento di aumento dei rendimenti e di contenimento della volatilità. Tuttavia, ci troviamo ormai in una fase nella quale le correlazioni tra azioni e obbligazioni si sono dimostrate elevate e positive, cioè tutto sale e scende insieme. La causa è da ricondurre alle politiche monetarie non convenzionali che hanno

finito per eliminare la componente *risk free* dal mercato. Per tale ragione suggeriamo ai clienti più sofisticati di espandere gli orizzonti degli strumenti "investibili" verso una gamma più ampia di fonti di rendimento. Con l'accortezza di evitare strumenti non trasparenti o strategie "*glamour*", il nostro approccio è quello di costruire diversificazione lavorando sia in termini di *asset class* sia di liquidabilità ricercando inefficienze o arbitraggi, che possano funzionare anche in contesti normalmente avversi ai portafogli tradizionali.

I PIR - strumento pensato per avvicinare i piccoli risparmiatori agli investimenti a medio termine - hanno raccolto quasi 11 miliardi nel 2017, battendo tutte le più rosee aspettative iniziali.

I PIR sembrano dunque una grande opportunità per avvicinare i risparmiatori al mercato, ma non rischiano di essere essi stessi vittime del loro successo? Quali sono i rischi da gestire?

Lo strumento dei PIR appare certamente interessante visti il *focus* sul settore industriale di piccole e medie imprese molto rappresentato nel nostro paese ed i vantaggi fiscali che i risparmiatori possono ottenere. Tuttavia, la volontà di beneficiare di tali vantaggi non deve far sottovalutare i reali rischi finanziari cui sono sottoposti i risparmiatori, soprattutto piccoli, in caso non vengano indirizzati sugli strumenti adatti.

Il ridotto ammontare agevolato fa sì che i vantaggi fiscali possano essere realmente apprezzati solo dai possessori di patrimoni più contenuti, quando in realtà la specifica *asset class* degli investimenti in aziende medio piccole sarebbe più adatta per una piccola quota di grandi patrimoni. La destinazione del prodotto PIR al grande pubblico dei risparmiatori *retail*, quelli che una volta venivano chiamati i “BOT *people*”, ha indotto il lancio di strumenti collettivi con un ridotto investimento in capitale di rischio. È infatti ovvia la differenza tra il profilo di rischio di un BOT e quello di un investimento PIR *compliant*.

In ogni caso, la significativa raccolta di tali fondi ha favorito in maniera decisiva l'afflusso di liquidità anche ai segmenti tradizionalmente meno liquidi del mercato azionario italiano, che finora erano rimasti in una fase embrionale. Ne è prova, per esempio, che il segmento AIM di Borsa Italiana ha visto una crescita degli scambi del 170% nel 2017 sul 2016 ed un nuovo *record* di quotazioni, con 23 matricole che hanno raccolto 1,3 miliardi di euro contro lo 0,2 miliardi del 2016.

L'anno in corso appare come un punto di svolta nel ciclo economico. La ripresa è diffusa anche in Europa, la stagione di tassi d'interesse negativi volge, sia pur con moderazione, al termine, il boom dei mercati azionari ha mostrato ad inizio d'anno una pausa di riflessione.

Quali sono le sue aspettative nell'attuale scenario economico? Quali sono le regole auree per i risparmiatori?

Ci aspettiamo che lo scenario economico confermi la buona crescita globale degli ultimi anni sostenuta da una redditività aziendale in costante ascesa e pertanto sia ancora favorevole alle classi di investimento prossime al capitale d'impresa quali azioni, obbligazioni convertibili e finanziarie. L'esplosione della volatilità di inizio febbraio ha tuttavia indicato un cambio di regime, destinato a durare e riconducibile a politiche monetarie meno univoche e generose, volte a riportare i tassi di interesse su livelli moderatamente più alti e coerenti con l'assetto macroeconomico.

Per questa ragione abbiamo sintetizzato lo scenario 2018 parlando di equilibri instabili. Nel mondo degli strumenti liquidi continuiamo a suggerire ai nostri clienti un atteggiamento “strabico”: una parte difensiva attraverso strategie alternative, in particolare i *long-short* su credito e azionario Europa e i *merger arbitrage* globali, e una parte direzionale su tematiche di lungo termine quali robotica, biotecnologie, intelligenza artificiale e sicurezza informatica oppure su mercati che hanno ancora valutazioni interessanti quali Giappone, Asia ed Europa. Alla clientela più sofisticata continuiamo a proporre soluzioni nel mondo degli illiquidi, con particolare riguardo a strategie sull'immobiliare europeo, al *private debt* e a *club deal*

di natura industriale.

In termini di regole di investimento, gli effetti di questo cambio di regime, amplificati dalle tensioni emergenti nei rapporti internazionali, renderanno ancora più pressante la necessità di rispettare le regole del risparmiatore avveduto e che, forse, anni di mercati al rialzo hanno fat-

to dimenticare: programmazione strategica degli investimenti basata sulla comprensione delle varie classi di attivo, identificazione di obiettivi realistici, diffidenza per le mode e per l'improvvisazione, e accettazione della volatilità con un'attenzione maniacale a evitare perdite irrecuperabili.

Per rinnovare o attivare un nuovo abbonamento
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 36725 UBI Banca
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA
IBAN IT 47L 03111 03233 000 0000 36725

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:

amministrazione@editriceminervabancaria.it

Condizioni di abbonamento per il 2018

	Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale	Economia Italiana quadrimestrale	Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana
Canone Annuo Italia	€ 100,00 causale: MBI18	€ 50,00 causale: EII18	€ 130,00 causale: MBEII18
Canone Annuo Estero	€ 145,00 causale: MBE18	€ 75,00 causale: EIE18	€ 180,00 causale: MBEIE18
Abbonamento WEB	€ 60,00 causale: MBW18	€ 30,00 causale: EIW18	€ 75,00 causale: MBEIW18

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.

L'abbonamento non disdetto con lettera raccomandata entro il 1° dicembre s'intende tacitamente rinnovato.

L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.

I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.

Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 25,00**

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 40,00**

Pubblicità

1 pagina **€ 1.000,00** - 1/2 pagina **€ 600,00**

Editrice Minerva Bancaria
COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti

