



UNIVERSITÀ
DI PAVIA

Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali

Corso di Laurea magistrale in Economia e

Legislazione d'Impresa

**LA VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ DI
GESTIONE DEL RISPARMIO: analisi
teorica ed empirica sul mercato europeo in
ottica Capital Light**

Relatore:

Chiar.mo Prof. Bagna Emanuel

**Tesi di Laurea
di Reali Giacomo**

Matr. n.565330

Anno Accademico 2025-2026

INDICE

INTRODUZIONE	9
CAPITOLO 1 – IL SETTORE DEL RISPARMIO GESTITO E LE DIFFERENZE CON IL SETTORE BANCARIO.....	13
1.1 Inquadramento del settore: panoramica sulle società di gestione e analisi del contesto di mercato attuale.	13
1.1.1 Origine e definizione <i>dell'Asset Management</i>	13
1.1.2 Il contesto normativo di base in Europa.....	15
1.1.3 Ecosistema attuale: Ruolo economico e Numeri Chiave	17
1.2 Asset Management vs Banking: Analisi del modello capital light	19
1.2.1 Divergenza strutturale nei modelli di intermediazione	19
1.2.2 Il framework regolamentare delle Banche: Basilea III	21
1.2.3 La regolamentazione delle Imprese di Investimento: IFR e IFD.....	24
1.2.4 Il "Capital Light" e il vincolo dei costi fissi / FOR.....	27
1.2.5 Implicazioni sulla redditività e sul ROE	29
1.3 Analisi dei ricavi e volatilità	31
1.3.1 La struttura dei ricavi tipica delle SGR: Le commissioni di gestione.....	31
1.3.2 Le commissioni di performance e l'asimmetria dei ricavi	33
1.3.3 Il nesso tra Asset Allocation e instabilità degli utili	35
1.3.4 La "Fee Compression" come sfida strategica attuale	36
1.4 La struttura dei costi e l'impatto della Leva Operativa	39
1.4.1 L'incidenza dei costi fissi nel modello Asset Management....	39

1.4.2 Il motore della redditività: La Leva Operativa.....	42
1.4.3 Il contrasto con il Modello Bancario	44
CAPITOLO 2 – LA VALUTAZIONE DELLE SGR E IL COSTO DEL CAPITALE.....	49
2.1 Il Dividend Discount Model (DDM) come standard valutativo	49
2.1.1 I limiti dei modelli industriali tradizionali (DCF) per gli intermediari finanziari	49
2.1.2 La centralità dei flussi distribuibili nel modello Capital Light	53
2.1.3 L'adattamento del DDM per il risparmio gestito (Modello base e a due stadi)	57
2.2 La gestione dell'Excess Capital e la creazione di valore	61
2.2.1 Definizione e misurazione dell'Excess Capital nel risparmio gestito.....	61
2.2.2 Politiche di distribuzione: Dividendi straordinari vs. Share Buyback.....	63
2.2.3 Le strategie di Buyback nel mercato italiano dell'Asset Management	68
2.3 Stima del costo del capitale (Ke) e scomposizione del rischio .	73
2.3.1 Il framework del CAPM e le specificità del settore del risparmio gestito	73
2.3.2 Il Modello di Mandelker e Rhee (1984): scorporare la leva operativa	77
2.3.3 L'impatto della struttura dei costi sul Beta e sul Costo del Capitale.....	80
2.4 Multipli di mercato: l'approccio relativo	84

2.4.1 La complementarità degli approcci valutativi e i limiti del P/E	84
2.4.2 I multipli settoriali specifici: Price-to-AuM e EV/EBITDA ..	87
2.4.3 I multipli impliciti nelle grandi operazioni di M&A nel risparmio gestito	90
CAPITOLO 3 – VERIFICA EMPIRICA: RISCHIO SISTEMATICO E VALUTAZIONE DI MERCATO IN UN CAMPIONE DI SGR EUROPEE	97
3.1 Obiettivo, campione e costruzione del database	97
3.1.1 Obiettivo dell'analisi empirica e domande di ricerca	97
3.1.2 Il campione: selezione e caratteristiche delle società analizzate	98
3.1.3 Costruzione del database: fonti e metodologia	99
3.1.4 Le variabili impiegate nell'analisi empirica	101
3.2 Determinanti del rischio sistematico (Beta)	104
3.2.1 Matrice di correlazione	104
3.2.2 Regressione sul rischio sistematico (Beta)	106
3.3 Determinanti della valutazione di mercato (P/E e Price/AuM)	108
3.3.1 Regressione sul multiplo Price/Earnings	108
3.3.2 Regressione sul multiplo Price-to-AuM	111
3.3.3 L'incoerenza sulla leva finanziaria tra rischio e valutazione	113
3.4 Un esempio applicativo e conclusioni del capitolo	117
3.4.1 Stima del Beta Unlevered secondo Hamada: metodologia e risultati	117
3.4.2 Conclusioni del capitolo	118
CONCLUSIONE	121

APPENDICE	125
BIBLIOGRAFIA	133
SITOGRAFIA	139

INTRODUZIONE

Gli asset manager europei detengono nei propri portafogli circa il 28% di tutti i titoli di debito emessi e circa il 24% del capitale azionario quotato delle imprese residenti nell'Unione Europea¹. Stiamo parlando quindi dei principali azionisti e creditori del sistema economico europeo. Eppure, nonostante questo ruolo, le Società di Gestione del Risparmio restano, sotto il profilo regolamentare, una categoria di intermediari finanziari: sottoposte a vigilanza prudenziale, soggette a requisiti patrimoniali minimi, incluse nello stesso perimetro normativo che disciplina banche e imprese di investimento.

Questa duplice natura apre una domanda che attraversa l'intero lavoro: se le Società di Gestione del Risparmio sono per definizione intermediari finanziari, il mercato le prezza davvero come tali? Oppure il loro modello di business — fondato sulla gestione di masse patrimoniali di terzi più che sull'assunzione diretta di rischi di bilancio — le rende più simili a un'impresa industriale che a una banca?

Non è una domanda puramente accademica. Aswath Damodaran, uno degli autori più citati in materia di valutazione d'azienda, ha osservato come gli intermediari finanziari costituiscano un caso a parte nella prassi valutativa, dove gli strumenti sviluppati per le imprese industriali risultano spesso inadeguati, senza che esista un consenso altrettanto solido su quale sia lo strumento sostitutivo più corretto per ciascuna categoria di intermediario². Le Società di Gestione del Risparmio, pur rientrando in questa categoria a livello regolamentare, presentano caratteristiche che le distinguono nettamente da una banca commerciale. Il problema pratico di come valutarle correttamente resta, in questo senso, tutt'altro che risolto.

¹ EFAMA, *Asset Management in Europe*, 2025.

² Damodaran, A. *Valuing Financial Service Firms*, *Journal of Financial Perspectives*, Vol. 1, Issue 1. EY Global FS Institute, 2013.

Che il mercato applichi già, nei fatti, una logica di prezzo specifica per questo settore lo suggerisce un caso concreto, ripreso più diffusamente nel Capitolo 2: nell'acquisizione di Pioneer Investments da parte di Amundi, conclusa nel 2017 per un corrispettivo di 3.545 milioni di euro a fronte di masse gestite pari a 222 miliardi, il multiplo Price-to-AuM implicito dell'operazione (pari all'1,6%) è stato utilizzato dagli operatori come metrica di riferimento al pari dei multipli tradizionali sugli utili. Un indizio che, nella pratica di mercato, le Società di Gestione del Risparmio vengono già trattate secondo logiche in parte proprie, non semplicemente mutate da altri intermediari finanziari, ma che finora hanno trovato solo in parte una sistematizzazione teorica coerente.

Il presente lavoro si propone di affrontare questa domanda in due passaggi. Nella prima parte, di natura teorica, si andrà a ricostruire il quadro concettuale necessario per comprendere perché le Società di Gestione del Risparmio richiedano un trattamento valutativo specifico: le differenze strutturali rispetto al modello bancario, i meccanismi che generano i ricavi e ne determinano la ciclicità, gli strumenti valutativi più adatti al settore e le determinanti teoriche del rischio sistematico. Nella seconda parte invece, di natura empirica, questi modelli teorici verranno sottoposti a verifica su un campione di Società di Gestione del Risparmio europee quotate, con riferimento al periodo 2019-2025.

La tesi è divisa in tre capitoli. Il primo capitolo delinea il settore del risparmio gestito e mette in luce le differenze strutturali che ci sono rispetto al settore bancario, con particolare attenzione al modello “capital light”, al framework regolamentare e al nesso tra composizione dei ricavi e volatilità degli utili. Il secondo capitolo affronta il tema della valutazione delle Società di Gestione del Risparmio, esaminando il Dividend Discount Model adattato al settore, la gestione dell'Excess Capital, la stima del costo del capitale secondo la scomposizione del rischio sistematico, e i principali

multipli di mercato applicabili al comparto. Infine, il terzo capitolo sottopone ad una verifica empirica gli strumenti teorici sviluppati nei primi due, stimando le determinanti del rischio sistematico e dei principali multipli di valutazione su un campione di società europee quotate, e discutendone le implicazioni per l'impostazione valutativa del settore.

CAPITOLO 1 – IL SETTORE DEL RISPARMIO GESTITO E LE DIFFERENZE CON IL SETTORE BANCARIO

1.1 Inquadramento del settore: panoramica sulle società di gestione e analisi del contesto di mercato attuale.

1.1.1 Origine e definizione *dell'Asset Management*

Il settore del risparmio gestito, noto come *Asset Management*, rappresenta oggi uno dei settori portanti della moderna architettura finanziaria ed economica globale. Prima di addentrarsi nelle dinamiche competitive e nelle logiche industriali che caratterizzano questo settore, è fondamentale avere un inquadramento teorico, giuridico e storico del soggetto istituzionale che ne è protagonista: la Società di Gestione del Risparmio (SGR).

Dal punto di vista accademico e istituzionale, la SGR è un intermediario finanziario specializzato, autorizzato a svolgere in via esclusiva o prevalente la gestione collettiva e individuale del risparmio. Nell'ambito del diritto societario e sotto la vigilanza delle autorità competenti — in Italia, Banca d'Italia per la stabilità patrimoniale e il contenimento del rischio, e Consob per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti — la SGR amministra fiduciariamente capitali per conto terzi: il gestore definisce l'*asset allocation* dei portafogli, seleziona gli strumenti finanziari da acquistare e stabilisce la ripartizione tra attività rischiose e non, in coerenza con il mandato ricevuto e il profilo di rischio dei sottoscrittori.³ Oltre a gestire fondi comuni di investimento mobiliare e promuovere fondi pensione per la previdenza complementare, le SGR possono istituire tali veicoli e organizzarne le attività accessorie necessarie al loro funzionamento.⁴

³ Morningstar. *SGR | Glossario*.

⁴ Borsa Italiana. *Le società di gestione del risparmio o SGR*.

Per comprenderne la vera essenza economica, è importante analizzare la loro operatività attraverso la Teoria dell'Agenzia, formalizzata in modo rigoroso da Michael Jensen e William Meckling nel 1976. Questa teoria analizza le dinamiche che emergono quando un soggetto (il *principal*, ossia il risparmiatore o l'investitore istituzionale) delega a un altro (l'*agent*, cioè il gestore professionista o la SGR) il potere decisionale e la gestione delle proprie risorse, affinché operi nel suo esclusivo interesse.⁵

L'elemento cardine che caratterizza l'operatività della SGR, e che la differenzia strutturalmente dagli istituti di credito (come verrà approfondito nel Paragrafo 1.2), è il principio della rigorosa separatezza patrimoniale: le risorse vengono investite esclusivamente per conto di terzi, senza confluire nel bilancio societario.

La Teoria dell'Agenzia mostra come l'asimmetria informativa tra risparmiatore e gestore professionista generi inevitabilmente costi di agenzia. Questi costi comprendono gli oneri di monitoraggio, i costi di assicurazione (compliance e revisioni indipendenti), e le perdite residuali che dipendono da scelte non ottimali o conflitti di interesse. L'intero sistema del risparmio gestito e della sua rigorosa regolamentazione mira proprio a ridurli, imponendo vincoli di mandato stringenti e l'obbligo fiduciario di agire con diligenza, trasparenza e correttezza.⁶

Storicamente, le radici dei moderni veicoli di gestione collettiva affondano tra il XVIII e il XIX secolo (dall'Olanda del 1774 ai grandi Investment Trust britannici), istituzionalizzando progressivamente il principio della diversificazione del rischio per estendere agli investitori retail i vantaggi e le tutele dei grandi patrimoni.⁷

⁵ Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Agency Theory / Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*.

⁶ Kellogg School of Management. *Jensen and Meckling: "Agency and Firms' Ownership Structure"*. Northwestern University

⁷ Assogestioni, *La storia del risparmio*, 2013.

Nel continente europeo, e in particolare in Italia, la piena istituzionalizzazione del risparmio gestito si affermò solo nella seconda metà del Novecento, quando divenne evidente che il singolo investitore non era capace di governare mercati sempre più complessi. Inizialmente, il sistema giuridico civilistico-continentale faticò ad adattarsi alla fluidità dei patrimoni destinati allo scambio continuo sui mercati finanziari, ma la successiva modernizzazione del quadro normativo nazionale sancì il definitivo superamento del monopolio dei depositi bancari.⁸

Da allora, le Società di Gestione del Risparmio si sono consolidate come intermediari essenziali tra l'esigenza di valorizzare i patrimoni familiari e il fabbisogno di finanziamento dell'economia globale.⁹

1.1.2 Il contesto normativo di base in Europa

Per permettere alla gestione collettiva del risparmio di diffondersi su larga scala, e con adeguata tutela per gli investitori, è stato necessario creare un quadro giuridico solido e condiviso. Oggi la normativa europea è uno dei principali punti di forza del settore, perché fissa regole chiare, uniforme i processi e rende il sistema più resistente alle crisi.

Il punto di svolta è rappresentato dall'emanazione, negli anni '80, della Direttiva 85/611/CEE, che ha introdotto nel lessico finanziario globale gli OICVM (*Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari*), universalmente celebri con l'acronimo inglese UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*).¹⁰ Prima della direttiva UCITS, il risparmio gestito in Europa era frammentato in mercati nazionali chiusi: per offrire lo stesso fondo in più paesi, una società di gestione doveva creare veicoli separati per ognuno, e rispettare regole

⁸ ArcAdiA - Università Roma Tre, *Società di gestione collettiva del risparmio e fondi comuni di investimento al vaglio delle categorie di diritto privato*.

⁹ Assogestioni, *Op.cit.*, p. 3

¹⁰ Spanish Financial Forum (SFF), *UCITS - a European success story*, 2021.

fiscali, di vigilanza e di tutela diverse. Questo duplicava i costi strutturali, legali e amministrativi, impedendo vere economie di scala.

Il principio introdotto dalla regolamentazione UCITS è stato quello del "*European Distribution Passport*". Grazie a questo meccanismo basato sul mutuo riconoscimento, una volta che un fondo comune ottiene l'autorizzazione a operare dall'autorità di vigilanza del proprio Paese di elezione o domicilio, esso può essere liberamente commercializzato ed esportato verso gli investitori di tutti gli altri Stati membri dell'Unione Europea.¹¹ Nel tempo, il quadro UCITS si è evoluto da UCITS III a UCITS IV e V per rafforzare la competitività del settore e la tutela degli investitori di fronte alle ricorrenti crisi finanziarie globali.

I fondi conformi alla direttiva UCITS sono sottoposti ad una regolamentazione rigida: impongono limiti matematici di diversificazione del portafoglio per evitare un'eccessiva concentrazione di rischio su un singolo emittente aziendale o sovrano; vietano l'assunzione di leve finanziarie sconsiderate o speculazioni allo scoperto; e, soprattutto, garantiscono statutariamente al sottoscrittore il diritto inalienabile del riscatto della propria quota con frequenza regolare, tutelando così la pronta liquidabilità dell'investimento.¹² A queste tutele si è affiancato un forte progresso nella trasparenza informativa, fino all'introduzione di documenti sintetici standardizzati e di facile lettura per il risparmiatore, come il KIID (*Key Investor Information Document*), che riassumono profilo di rischio, performance storiche e costi commissionali in modo chiaro e accessibile.¹³

Nel complesso, questa architettura normativa, rigorosa ma trasparente, ha prodotto un effetto positivo di portata globale, rafforzando il ruolo

¹¹ *Ibidem*

¹² *Ibidem*

¹³ BNP Paribas. *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive - UCITS Directive – regulation memo*.

dell'Europa. Il marchio "UCITS" ha così superato la dimensione di semplice acronimo normativo, affermandosi come standard internazionale di eccellenza nell'asset management.¹⁴

1.1.3 Ecosistema attuale: Ruolo economico e Numeri Chiave

L'ecosistema del risparmio gestito non è un ambito finanziario isolato, ma una componente essenziale del sistema economico globale. Le SGR svolgono infatti una funzione di collegamento tra chi accumula capitale, come famiglie e lavoratori, e chi lo utilizza per finanziare crescita, investimenti e innovazione, come imprese, infrastrutture e amministrazioni pubbliche.¹⁵ Aggregando molti piccoli risparmi in veicoli di investimento di grandi dimensioni, i gestori possono operare con efficacia sui mercati dei capitali: attraverso l'acquisto di azioni sul mercato primario e secondario, i fondi comuni apportano capitale di rischio alle imprese, sostenendone crescita, innovazione ed espansione internazionale. Allo stesso tempo, sottoscrivendo obbligazioni e titoli del debito pubblico, le società di gestione forniscono fonti di finanziamento stabili e di lungo periodo.¹⁶

Basti pensare che, secondo le rilevazioni recenti, gli asset manager europei detengono nei propri portafogli circa il 28% di tutti i titoli di debito emessi e circa il 24% del capitale azionario quotato delle imprese residenti nell'Unione Europea, attestandosi come azionisti e creditori ineludibili per il funzionamento dell'economia.¹⁷

Per cogliere la magnitudo del settore, si osservino le dimensioni degli Assets under Management (AuM):

¹⁴ Institutional Investor, *UCITS Directive Enhances European Asset Management Sector*.

¹⁵ EFAMA, *The role of asset management*, 2025

¹⁶ *Ibidem*

¹⁷ EFAMA, *Asset Management in Europe*, 2025

Dimensione dell'Ecosistema Europeo	Dati Consolidati (EFAMA, 2025 2026)¹⁸
Totale Masse Gestite (AuM)	AuM totali europei a 33 trilioni di EUR a fine 2024 (+12% sul 2023); patrimoni netti dei fondi europei (UCITS e AIF) superano i 25 trilioni di EUR a fine 2025, con una crescita del 7,4% annuo (EFAMA, Fact Book 2026)
Tasso di Crescita Annuale (2023-2024)	+12% nel 2024 (trainato dai mercati azionari); +7,4% nel 2025 per i fondi europei (UCITS e AIF), con crescita frenata da volatilità valutaria e turbolenze tariffarie nel secondo trimestre
Volumi Operativi	69.000 fondi domiciliati e operativi nel continente europeo
Capitale Umano e Industria	Oltre 4.600 società di gestione attive in Europa, con circa 130.000 occupati diretti nel settore (EFAMA, Our industry in numbers, 2025)

¹⁸ EFAMA, *Asset Management in Europe*, 17^a ed., dicembre 2025 (dati AuM 2024); EFAMA, *Fact Book 2026*, 2026 (dati fondi UCITS e AIF 2025); EFAMA, *Our industry in numbers*, 2025 (società di gestione e occupati). Nota: i 33 trilioni si riferiscono agli AuM totali inclusi mandati discrezionali; i 25 trilioni si riferiscono ai soli patrimoni netti dei fondi (UCITS e AIF).

Con masse gestite che hanno raggiunto i 33 trilioni di euro a fine 2024 e con i patrimoni netti dei fondi europei che hanno superato per la prima volta la soglia dei 25 trilioni di euro nel 2025, il settore conferma una traiettoria di crescita strutturale, pur in un contesto di crescente pressione sui margini operativi.

Geograficamente, il risparmio gestito europeo è molto concentrato: oltre l'85% delle masse è localizzato o amministrato in soli sei Paesi: il Regno Unito resta il principale hub, seguito da Francia, Svizzera, Germania, Paesi Bassi e Italia.

In Europa la quota prevalente degli AuM proviene da investitori istituzionali, come assicurazioni, fondi pensione, enti previdenziali, fondazioni bancarie e istituzioni pubbliche.¹⁹ Questi soggetti delegano la gestione alle SGR per affrontare impegni di lungo periodo, generare flussi stabili e governare rischio e selezione dei titoli in mercati volatili. Parallelamente, il segmento delle famiglie, piccoli risparmiatori e clientela privata è in crescita e si avvicina al bacino istituzionale: la quota è passata dal 26% nel 2019 a oltre il 30,8% a fine 2023, attestandosi intorno al 31%.²⁰

1.2 Asset Management vs Banking: Analisi del modello capital light

1.2.1 Divergenza strutturale nei modelli di intermediazione

Per comprendere l'architettura prudenziale e la struttura dei bilanci delle istituzioni finanziarie contemporanee, è necessario partire da una distinzione fondamentale tra due modelli di intermediazione: il modello *Principal*, tipico delle banche e dell'intermediazione creditizia, e il modello *Agent*, proprio dell'intermediazione mobiliare e della gestione del risparmio svolta dalle SGR. Questa differenza non è soltanto

¹⁹ EFAMA. (2025). *ANNUAL REVIEW 2024-2025*

²⁰ EFAMA. *Op. Cit.* p. 8

terminologica, ma costituisce il presupposto economico che giustifica l'adozione di requisiti patrimoniali e assetti regolamentari profondamente diversi.

Nel modello *Principal*, la banca agisce come controparte diretta nelle operazioni finanziarie, collocando il proprio bilancio tra i soggetti in avanzo di risorse (i risparmiatori) e quelli in fabbisogno finanziario (imprese e famiglie che richiedono credito).²¹ In questo schema, il bilancio rappresenta il vero motore operativo della banca: quando concede un prestito, l'istituto utilizza il proprio bilancio, registrando il credito tra le attività e finanziandolo tramite la raccolta iscritta al passivo. Questo processo di trasformazione delle scadenze e della liquidità espone la banca a rischi rilevanti, tra cui il rischio di credito, il rischio di liquidità e il rischio di mercato.²² Poiché eventuali perdite sull'attivo ricadono direttamente sull'istituto, il modello bancario richiede una solida dotazione di capitale proprio, necessaria a proteggere i depositanti. Sotto il profilo reddituale, il valore per la banca deriva dal margine di interesse, cioè dalla differenza tra gli interessi attivi sugli impieghi e quelli passivi sulla raccolta.²³

All'opposto, le Società di Gestione del Risparmio (SGR) operano secondo un modello puro di *Agent*, agendo in veste fiduciaria per conto dei clienti, gestendo portafogli senza assumere rischi diretti sul proprio bilancio.²⁴ Come illustrato in sede introduttiva, l'elemento distintivo del risparmio gestito risiede nella rigorosa separazione patrimoniale tra i fondi amministrati e la società di gestione. Ne deriva che il rischio di mercato,

²¹ EFAMA, *Asset Management in Europe*, 2025.

²² Loyens & Loeff, *The IFR and IFD: the new prudential regime for investment firms*, 2021.

²³ D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (*Testo Unico Bancario*), art. 10, che definisce l'attività bancaria come raccolta del risparmio tra il pubblico ed esercizio del credito; Bagna E., *La Valutazione delle Banche*, Egea, Milano 2012

²⁴ EFAMA, *Asset Management in Europe*, 2025.

di liquidità e di controparte associato ai titoli in portafoglio grava esclusivamente sull'investitore finale e non sull'intermediario.

Da questa struttura deriva che, sul piano reddituale, il conto economico di una SGR è fondato essenzialmente sul margine da commissioni: la redditività dipende dalla capacità di mantenere positiva la differenza tra ricavi commissionali — di norma calcolati in punti base sulle masse gestite — e costi operativi, come personale, infrastrutture IT, compliance e fornitori di dati.²⁵ Diversamente dall'intermediazione creditizia, nell'asset management puro non vi è trasformazione delle scadenze né un disallineamento tra attivo e passivo tale da richiedere una copertura patrimoniale per finalità di stabilità sistemica.²⁶

Questa asimmetria strutturale incide anche sul fabbisogno di capitale proprio dell'intermediario: mentre la banca deve detenere ingenti riserve patrimoniali per assorbire eventuali perdite sugli attivi prima che queste colpiscano i depositanti, la SGR necessita di capitale soprattutto per assicurare la continuità aziendale e gestire eventuali sfasamenti temporali tra incasso delle commissioni e pagamento dei costi correnti. In questo senso si definisce il modello *capital light*.²⁷

1.2.2 Il framework regolamentare delle Banche: Basilea III

Per comprendere pienamente la specificità, l'evoluzione e le determinanti del modello *capital light*, è necessario esaminare il quadro normativo che disciplina il sistema bancario: il framework di Basilea III, che rappresenta, sul piano storico ed economico, l'archetipo del modello *capital heavy*.

Elaborato dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (BCBS) in risposta alle fragilità sistemiche emerse con la crisi finanziaria del 2008,

²⁵ Banca d'Italia, Circolare n. 288 - Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari, 2015.

²⁶ EFAMA, *Op. Cit.* p. 11

²⁷ *Ibidem*

Basilea III si basa su un principio prudenziale fondamentale: una correlazione rigorosa e proporzionata tra i rischi assunti in bilancio e il capitale di massima qualità che l'istituzione deve detenere.²⁸

Il nucleo concettuale e quantitativo della regolamentazione bancaria internazionale è rappresentato dai *Risk-Weighted Assets* (RWA), ossia dalle attività ponderate per il rischio: in luogo di imporre una quota uniforme di capitale sull'intero attivo — soluzione che favorirebbe l'assunzione di rischi eccessivi per aumentare il rendimento — il legislatore richiede alle banche di attribuire a ciascuna esposizione un peso proporzionato alla sua rischiosità effettiva. Ne consegue che un titolo di stato emesso da un Paese ad alto merito creditizio può avere ponderazione nulla, mentre un finanziamento non garantito a una PMI o un'esposizione in derivati complessi comportano requisiti patrimoniali significativamente più elevati.²⁹

La stabilità prudenziale richiede che la banca mantenga un livello minimo di *Common Equity Tier 1 (CET1)* — la componente di capitale di più elevata qualità, formata soprattutto da azioni ordinarie e utili non distribuiti — proporzionato al totale degli *RWA*. Al requisito regolamentare minimo del 4,5% si aggiungono diversi buffer, tra cui il *Capital Conservation Buffer*, il *Countercyclical Capital Buffer* e specifici add-on per le banche di rilevanza sistemica, che innalzano sensibilmente il fabbisogno patrimoniale effettivo rispetto ai minimi teorici.³⁰ I monitoraggi periodici di *BCBS* ed *EBA* mostrano inoltre che l'attuazione del framework finale — spesso indicato come “*Basilea IV*” per la sua maggiore severità — ha determinato un aumento medio di circa il 3% del capitale minimo richiesto (*MRC*) per le principali banche internazionali,

²⁸ S. Ingves, *Banking on leverage*, Bank for International Settlements, 2014.

²⁹ Bank for International Settlements, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, 2011.

³⁰ Board of Governors of the Federal Reserve System, *Basel Regulatory Framework*, 2017.

portando il settore a operare con coefficienti *CET1* effettivi superiori al 13%.³¹

Accanto ai requisiti basati sul rischio, *Basilea III* ha introdotto ulteriori vincoli per contenere l'espansione eccessiva dell'attivo. Tra questi assume rilievo il *Leverage Ratio*, indicatore non ponderato per il rischio che funge da meccanismo di *backstop*, impedendo che modelli interni troppo ottimistici o imprecisi consentano livelli di esposizione sproporzionati rispetto al capitale di base.³² Il quadro regolamentare si completa poi con stringenti requisiti di liquidità: il *Liquidity Coverage Ratio (LCR)*, volto ad assicurare la disponibilità di attività liquide di alta qualità sufficienti a fronteggiare uno scenario di stress di 30 giorni, e il *Net Stable Funding Ratio (NSFR)*, pensato per promuovere una struttura di finanziamento più stabile e coerente con la natura di lungo termine delle attività meno liquide.³³

Da questa articolata architettura normativa emerge con chiarezza la natura intrinsecamente *capital heavy* dell'attività bancaria: il capitale di vigilanza svolge la funzione di cuscinetto di assorbimento delle perdite (*loss-absorbing buffer*), rafforzando la capacità della banca di resistere all'insolvenza in scenari di forte stress macroeconomico. Ne consegue che, per aumentare i ricavi attraverso l'espansione del credito, una banca deve necessariamente reperire, generare o accantonare ulteriore patrimonio di vigilanza. Il bilancio bancario resta quindi vincolato a una relazione strutturale, onerosa e difficilmente eludibile tra crescita degli attivi, assunzione del rischio e fabbisogno aggiuntivo di *equity*; un nesso che, come si mostrerà, non caratterizza invece il modello operativo del risparmio gestito.

³¹ Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III Monitoring Report*, 2022.

³² Bank for International Settlements, *Op. Cit. p. 13*

³³ Board of Governors of the Federal Reserve System, *Op. Cit. p. 13*.

1.2.3 La regolamentazione delle Imprese di Investimento: IFR e IFD

Fino a tempi recenti, le Società di Gestione del Risparmio dotate di autorizzazione alla negoziazione per conto proprio o al collocamento con assunzione a fermo e, più in generale, le imprese di investimento operanti nell'Unione Europea erano soggette allo stesso quadro prudenziale previsto per le banche, ossia alla *CRD IV / CRR*, pur con alcune esenzioni parziali. Questo approccio “*one-size-fits-all*” produceva distorsioni economiche e inefficienze allocative: applicare criteri pensati per assorbire il rischio di credito a soggetti che, per natura, non concedono prestiti né mantengono attività rischiose in bilancio significava misurare un rischio sostanzialmente assente con strumenti non adeguati.³⁴

Nel tempo, l'*European Banking Authority (EBA)* e la *Commissione Europea* hanno riconosciuto esplicitamente che le imprese di investimento presentano una struttura operativa e fattori di rischio profondamente diversi da quelli delle banche tradizionali: a differenza di un istituto di credito, il dissesto di un'impresa di investimento di medie dimensioni non provoca fenomeni di *bank run* né compromette i canali di finanziamento dell'economia reale.³⁵ Per questo motivo, imporre a imprese di investimento regole concepite per prevenire crisi del sistema bancario globale, costituiva un onere regolamentare non necessario.

Per superare il problema, il legislatore europeo ha introdotto un nuovo pacchetto normativo: l'*Investment Firms Regulation (IFR, Reg. UE 2019/2033)* e l'*Investment Firms Directive (IFD, Dir. UE 2019/2034)*. Questo intervento ha definito un quadro prudenziale su misura e più coerente con la natura economica delle imprese di investimento.³⁶ Il principio guida della riforma è la *proporzionalità*: gli obblighi

³⁴ Loyens & Loeff, *Op. Cit. p. 11*

³⁵ European Banking Authority, *EBA-CP-2020-06 CP on draft RTS on prudential requirements for Investment Firms*, 2020.

³⁶ European Commission, *Prudential rules for investment firms – Finance*, 2021.

regolamentari devono essere commisurati alla rilevanza sistemica, alle dimensioni e al modello di business dell'intermediario. In base all'*IFR*, le imprese di investimento sono suddivise in diverse categorie: quelle di dimensioni molto elevate (attivi superiori a 5 miliardi di euro) e impegnate in attività simili a quelle bancarie, come il collocamento con garanzia o la negoziazione per conto proprio su larga scala, restano soggette al regime bancario tradizionale della *CRR* (Classe 1). Tutte le altre, comprese *SGR* e asset manager, rientrano invece nel nuovo regime proporzionale (Classi 2 e 3).³⁷

Il fulcro dell'architettura IFR è l'abbandono dei *Risk-Weighted Assets* (*RWA*) tipici della regolamentazione bancaria, sostituiti dai cosiddetti *K-factors*. Si tratta di indicatori quantitativi pensati per misurare i rischi operativi ed economici che una *SGR* o un'impresa di investimento genera nei confronti della clientela, dei mercati e della propria continuità aziendale.³⁸

Per fornire un quadro sistematico, la normativa divide i *K-factors* in tre macro-categorie di rischio:

Categoria di Rischio IFR	Fattore K Applicabile	Logica Economica e Regolamentare
<i>Risk to Client (RtC)</i>	<i>K-AUM</i> (Assets Under Management)	Copre il rischio operativo, di <i>mismanagement</i> e di potenziale risarcimento danni derivante dalla gestione di portafogli e dalla consulenza.
	<i>K-CMH</i> (Client Money Held)	Misura il rischio connesso alla detenzione transitoria di liquidità

³⁷ European Banking Authority, *Op. Cit.* p. 15

³⁸ KPMG, *IFD/IFR requirements for Investment Firms*, 2021.

		della clientela, prevenendo frodi o segregazione inadeguata.
	<i>K-ASA</i> (Assets Safeguarded)	Presidia il rischio puramente operativo derivante dalla salvaguardia, custodia e amministrazione degli strumenti finanziari.
	<i>K-COH</i> (Client Orders Handled)	Quantifica il rischio di cattiva esecuzione e ritardo nella trasmissione degli ordini della clientela a mercato.
<i>Risk to Market (RtM)</i>	<i>K-NPR</i> (Net Position Risk) e <i>K-CMG</i>	Applica requisiti patrimoniali solo se la società assume esplicitamente posizioni di trading direzionale sul proprio bilancio (portafoglio di proprietà).
<i>Risk to Firm (RtF)</i>	<i>K-TCD, K-DTF, K-CON</i>	Identifica i rischi di default della controparte commerciale, l'intensità dei flussi di negoziazione e il rischio di concentrazione del portafoglio.

(Sintesi dell'infrastruttura dei K-Factors ex IFR. Fonte: Elaborazione su testi normativi e dati istituzionali EBA e IFR EU 2019/2033)

Per una SGR pura, focalizzata sulla sola gestione patrimoniale, i requisiti patrimoniali ricadono quasi interamente nella categoria *Risk to Client* (RtC), soprattutto nel fattore *K-AUM* (*Assets Under Management*). Poiché questa attività incide poco sul bilancio della società, l'ordinamento europeo prevede coefficienti contenuti: l'art. 15 dell'*IFR*, ad esempio,

fissa per la gestione discrezionale un requisito pari allo 0,02% del *K-AUM*, calcolato sulla media degli AUM degli ultimi 15 mesi, esclusi i 3 più recenti.³⁹

Il capitale serve quindi a coprire rischi fiduciari e operativi, non perdite di mercato, che non gravano sul bilancio della SGR. In tal modo, *IFR* e *IFD* confermano la distinzione strutturale tra il modello *capital heavy* del credito e quello *capital light* del risparmio gestito.

1.2.4 Il "Capital Light" e il vincolo dei costi fissi / FOR

Sebbene i *K-factors* costituiscano un metodo analitico avanzato e fortemente *risk-sensitive*, per la maggior parte delle SGR e degli asset manager puri, il vero fulcro del requisito patrimoniale è il *Fixed Overheads Requirement (FOR)*, cioè il vincolo prudenziale basato sui costi fissi generali.⁴⁰ Ai sensi dell'art. 13 dell'*IFR*, il requisito minimo di capitale è infatti spesso determinato dalla regola che impone di detenere fondi propri ammissibili pari ad almeno il **25%** delle spese generali fisse sostenute nell'esercizio precedente.⁴¹

La quantificazione del capitale richiesto avviene quindi attraverso un calcolo essenzialmente contabile fondato sull'ultimo bilancio annuale revisionato: dal totale dei costi iscritti a conto economico possono essere sottratte, secondo le specifiche tecniche dell'*EBA*, le sole componenti di spesa puramente variabili, destinate a venir meno quasi automaticamente in caso di interruzione o forte riduzione dell'attività.⁴²

Tra le deduzioni ammesse, rientrano i bonus discrezionali, le remunerazioni variabili legate agli utili, le perdite da negoziazione di natura eccezionale, le imposte dirette, gli interessi passivi non vincolanti

³⁹ Regulation (EU) 2019/2033 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on the prudential requirements of investment firms, 2019.

⁴⁰ European Banking Authority. *Op. Cit. p. 15*

⁴¹ European Commission, *Op. Cit. p. 15*

⁴² European Banking Authority. *Op. Cit. p. 15*

sui conti della clientela e le commissioni di transazione o *brokerage* pagate a terzi, purché integralmente ribaltate ai clienti o ai fondi. Al netto di tali voci, emerge il nucleo dei costi aziendali non comprimibili nel breve periodo: canoni di locazione, retribuzioni fisse e oneri previdenziali, ammortamenti delle infrastrutture tecnologiche, costi per fornitori di dati finanziari, premi assicurativi professionali e oneri di *compliance* e revisione legale.⁴³

La formula matematica fondamentale per il presidio patrimoniale della SGR è:

$$FOR = 25\% \times (\text{Costi Totali a CE} - \text{Deduzioni Variabili Ammesse})$$

Ora la domanda è: ma perché il requisito patrimoniale è fissato proprio al 25%? La ratio, elaborata dall'EBA e illustrata nei documenti di consultazione, non è proteggere i clienti dalle normali oscillazioni di mercato dei portafogli (rischio in capo all'investitore) ma garantire la continuità operativa della SGR e, nei casi estremi, una gestione ordinata della crisi fino all'eventuale *orderly wind-down*, ovvero la liquidazione ordinata della società.⁴⁴

In termini pratici, il 25% delle spese annue equivale a circa tre mesi di costi operativi. In uno scenario di crisi dei mercati finanziari o di improvviso deflusso delle masse gestite, i ricavi commissionali della SGR possono crollare bruscamente, contraendo la redditività in poche settimane. Tuttavia, la complessa infrastruttura di una società del risparmio gestito non può essere interrotta dall'oggi al domani senza causare disservizi.⁴⁵

⁴³ *Ibidem*

⁴⁴ EFAMA, *Response to the EBA Discussion Paper on Designing a new prudential regime for investment firms*, 2017

⁴⁵ European Banking Authority. *Op. Cit.* p. 15

Quindi il legislatore ha ritenuto che tre mesi rappresentino il tempo minimo necessario per garantire un'uscita ordinata dal mercato, e, in questo periodo, grazie al cuscinetto di capitale liquido imposto dal FOR, la SGR può continuare a sostenere i costi essenziali e completare in modo ordinato la liquidazione dei portafogli o il trasferimento delle masse e dei mandati a un'altra società *in bonis*, evitando il congelamento operativo dei fondi della clientela, riducendo il rischio di danni patrimoniali per i risparmiatori e limitando possibili tensioni di illiquidità.⁴⁶

In questa logica si coglie l'essenza del modello *Capital Light*. Nel risparmio gestito, infatti, il patrimonio netto richiesto agli azionisti non dipende dal volume degli asset amministrati — che può raggiungere decine o centinaia di miliardi — ma dalla dimensione del bilancio operativo della SGR, cioè dai suoi costi di struttura. A differenza di una banca commerciale, il capitale della SGR non serve ad assorbire perdite su attivi di bilancio, ma a garantire la continuità operativa e una possibile uscita ordinata dal mercato. Questo spiega perché un grande asset manager con 50 miliardi di AUM possa operare con un patrimonio netto di poche decine di milioni di euro, mentre una banca, a parità di impieghi iscritti a bilancio, dovrebbe detenere diversi miliardi di CET1 per rispettare i vincoli di Basilea.

1.2.5 Implicazioni sulla redditività e sul ROE

L'interazione tra il modello di business *Agent* (privo di rischio di credito diretto) e un framework prudenziale più leggero sul piano patrimoniale, fondato sulla coppia *IFR/IFD* e dominato dal *FOR*, produce effetti rilevanti sulla struttura contabile e sulla redditività delle SGR: in sede di analisi di bilancio, ciò si traduce in livelli di *Return on Equity* strutturalmente superiori a quelli tipici del settore bancario.

⁴⁶ EFAMA, *Op. cit.* p. 19

Il *ROE*, principale indicatore della redditività per gli azionisti, è dato dal rapporto tra *Net Income* e *Equity*. Nel settore bancario, come mostrano i recenti report di *EBA* e *BCE*, le banche europee — pur favorite nel biennio 2023–2024 dal rialzo dei tassi e dall’espansione del margine di interesse — registrano un *ROE* medio compreso tra il 10,4% e l’11,1%.⁴⁷ Questo livello riflette soprattutto l’elevato peso del capitale richiesto da *Basilea III*, che comprime il rendimento del capitale investito.

Le società di *asset management*, invece, beneficiano pienamente del paradigma *Capital Light*, e quindi, non essendo tenute a detenere capitale proporzionato alle masse gestite, presentano un denominatore del *ROE* molto più contenuto, generalmente limitato al requisito prudenziale del *Fixed Overheads Requirement* (quindi pari al 25% dei costi fissi), con eventuali assorbimenti aggiuntivi solo marginali derivanti dai *K-factors*; ne consegue che l’utile netto generato dalle commissioni di gestione, rapportato a una base patrimoniale ridotta, consente alle SGR di esprimere, in condizioni di mercato ordinarie, valori di *ROE* sensibilmente più elevati.⁴⁸

Tuttavia, l’apparente superiorità del *ROE* delle SGR nasconde una vulnerabilità strategica legata alla struttura dei costi e al ruolo della leva operativa (*Degree of Operating Leverage, DOL*). Pur non facendo ampio ricorso alla leva finanziaria tipica delle banche, l’industria dell’asset management dipende infatti in misura significativa dalla leva operativa.⁴⁹

Come già anticipato, la struttura economica di una SGR è caratterizzata da costi fissi elevati, mentre i ricavi sono variabili, poiché calcolati in punti base sulle masse gestite, il cui valore oscilla quotidianamente in funzione

⁴⁷ European Banking Authority, *Profitability - Key drivers and developments in EU/EEA banks’ profitability*, 2025

⁴⁸ EFAMA, *Asset Management Report - November 2024*, 2024

⁴⁹ Boston Consulting Group, *Global Asset Management Report 2025: From Recovery to Reinvention*, 2025.

dell'andamento dei mercati e dei flussi netti della clientela. Tale fenomeno, che rappresenta la principale fonte di instabilità degli utili nel modello capital light, verrà analizzato analiticamente nel Paragrafo 1.4.

1.3 Analisi dei ricavi e volatilità

1.3.1 La struttura dei ricavi tipica delle SGR: Le commissioni di gestione

L'analisi della redditività e della sostenibilità economica delle Società di Gestione del Risparmio (SGR), e più in generale delle imprese attive nell'*Asset Management*, richiede anzitutto l'esame delle principali componenti del conto economico. La voce centrale del bilancio di una SGR è costituita dalle già citate commissioni di gestione, note a livello internazionale come *management fees*. Dal punto di vista tecnico e giuridico, esse rappresentano il corrispettivo per l'attività continuativa di amministrazione, consulenza e gestione professionale dei portafogli svolta dalla società per conto di investitori istituzionali e *retail*. Nel contesto italiano, affinché il modello di business risulti sostenibile e coerente con i principi di sana e prudente gestione richiesti dalle autorità di vigilanza, tra cui la Banca d'Italia, i ricavi commissionali devono assicurare la copertura strutturale dei costi operativi.⁵⁰

La quantificazione delle commissioni di gestione si basa su un meccanismo lineare: un'aliquota percentuale, definita contrattualmente o indicata nel prospetto informativo del fondo (*fee rate*), viene applicata al valore complessivo delle masse amministrate. Il ricavo primario deriva quindi dal prodotto tra volume degli asset e aliquota applicata. Proprio in questo meccanismo emerge un elemento microeconomico centrale del modello di business del risparmio gestito: pur essendo il *fee rate* tendenzialmente stabile nel tempo, il ricavo complessivo in valore assoluto resta volatile, poiché dipende dall'andamento delle masse gestite.

⁵⁰ Banca d'Italia, 2024, *Relazione sulla gestione e sulla sostenibilità*

La volatilità deriva dalla natura dinamica degli AuM, strettamente legati ai mercati finanziari. Il patrimonio di un fondo varia sia per la raccolta netta (differenza tra sottoscrizioni e riscatti), sia per la performance degli asset sottostanti, ossia l'effetto mercato o *market beta*. Di conseguenza, le variazioni dei prezzi finanziari incidono direttamente sulle masse gestite e sui ricavi della SGR.

Per chiarire il meccanismo, si consideri uno scenario macroeconomico avverso in cui i mercati azionari o obbligazionari registrino una correzione sistemica, ad esempio del 20%. In questo caso, il valore del portafoglio amministrato si riduce in misura proporzionale, determinando una contrazione immediata di un quinto degli AuM complessivi della SGR. Poiché l'aliquota commissionale fissa viene applicata a una base ridotta, anche i ricavi commissionali diminuiscono nella stessa proporzione. Lo shock sui ricavi si manifesta quindi contestualmente al calo dei mercati, prima ancora che eventuali riscatti degli investitori amplifichino la riduzione delle masse gestite. Quindi per una SGR, il fatturato è in realtà direttamente esposto all'andamento delle quotazioni finanziarie, rendendo la stabilità dei ricavi una variabile esogena e non del tutto controllabile dal *management*.

I dati aggregati delle principali istituzioni internazionali confermano la natura pro-ciclica di questo modello. A livello globale, le masse gestite hanno raggiunto il record di 147 trilioni di dollari alla fine del primo semestre 2025.⁵¹

In Europa, le analisi di settore indicano tuttavia che la recente e forte espansione del mercato non è stata determinata da un aumento significativo della raccolta netta, ma soprattutto dal massiccio apprezzamento dei mercati azionari, che ha aumentato il valore nominale

⁵¹ McKinsey & Company, 2025, *Asset management 2025: The great convergence (Margins analysis)*

degli asset.⁵² Questa dipendenza dalle performance evidenzia una vulnerabilità strutturale: in caso di inversione del ciclo di mercato, le SGR subirebbero una riduzione automatica della base ricavi, indipendentemente dall'efficienza della rete distributiva.

1.3.2 Le commissioni di performance e l'asimmetria dei ricavi

Accanto alla struttura ordinaria delle *management fees*, molte SGR prevedono nel proprio modello di *pricing* una seconda forma di remunerazione, più complessa: le commissioni di incentivo, note come *performance fees*. Si tratta di ricavi di natura variabile e aleatoria, che dipendono dall'abilità di ottenere rendimenti superiori a quelli di mercato. La logica economica consiste nel premiare il gestore, ossia il cosiddetto *Alpha*, quando genera un extra-rendimento rispetto a un parametro oggettivo di riferimento, il *benchmark*, oppure supera un tasso soglia predefinito, l'*hurdle rate*.⁵³ Questa struttura commissionale era ampiamente diffusa in alcune giurisdizioni prima dell'introduzione delle linee guida ESMA del 2020: secondo le rilevazioni di settore riferite al periodo pre-riforma, circa il 67% dei fondi comuni domiciliati in Italia prevedeva nel proprio prospetto l'applicazione di *performance fees*.⁵⁴

Sul piano teorico, tali commissioni mirano a ridurre il *principal-agent problem*, allineando gli interessi economici della SGR, in qualità di agente, a quelli del risparmiatore, in qualità di principale. Tuttavia, dal punto di vista finanziario e contabile, le *performance fees* introducono un'asimmetria nei ricavi della SGR, simile a un'opzione *call* sul capitale del cliente. In caso di sovraperformance, la società può trattenere una quota prestabilita dell'extra-rendimento generato, di norma compresa tra

⁵² McKinsey & Company, *op. cit.* p. 25

⁵³ ESMA, 2020, *Guidelines on performance fees in UCITS and certain types of AIFs*

⁵⁴ Assogestioni, 2019, *Consultazione ESMA sulle linee guida in materia di commissioni di performance*. Il dato si riferisce al periodo precedente l'introduzione delle Guidelines ESMA/2020/1124, che hanno imposto requisiti più stringenti sul meccanismo di calcolo e sul periodo di riferimento.

il 10% e il 20%, beneficiando di un significativo potenziale di crescita degli utili (*upside risk*). Al contrario, se il fondo sottoperforma rispetto al mercato, la SGR non è tenuta a compensare le perdite dell'investitore né subisce esborsi diretti (*downside risk*).⁵⁵ In tale scenario, il suo unico costo è la mancata maturazione del premio, mentre la perdita in conto capitale ricade interamente sul sottoscrittore.

Per evitare questo rischio, nel 2020 l'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA) ha introdotto linee guida vincolanti per i fondi UCITS e per alcune categorie di FIA. Il punto centrale di queste regole è il meccanismo dell'*High-Water Mark* (HWM), che può essere calcolato in modo assoluto, sul valore della quota, oppure in modo relativo, rispetto a un *benchmark* di riferimento.

Il modello *High-Water Mark* rappresenta un rimedio semplice ma essenziale: la commissione di performance può essere calcolata e prelevata solo quando il valore quota del fondo (*Net Asset Value* - NAV) raggiunge un nuovo massimo storico, superando il livello registrato al momento dell'ultimo prelievo della commissione. Per garantirne l'efficacia, l'ESMA ha previsto regole stringenti sul "*performance reference period*". In particolare, se l'HWM non copre l'intera vita del fondo, tale periodo deve avere una durata minima di cinque anni su base rotativa.⁵⁶

La ratio accademica e regolamentare di tale meccanismo (noto come *negative performance recovery*) è impedire l'estrazione di valore da semplici rimbalzi nominali, obbligando il gestore a compensare integralmente ogni sottoperformance cumulata nei cinque anni precedenti prima di poter prelevare nuove commissioni.⁵⁷ Le linee guida ESMA

⁵⁵ ESMA, 2020, *op. cit.* p. 25

⁵⁶ JD Supra, 2020, *ESMA Guidelines in respect of Performance Fees*

⁵⁷ *Ibidem*

impediscono quindi che il gestore sia remunerato per una mera ricostituzione parziale del valore o che percepisca più volte commissioni sullo stesso livello di rendimento.⁵⁸ L'unica eccezione ammessa è rappresentata dalle *fulcrum fees*, modelli simmetrici in cui la commissione aumenta in caso di *outperformance* e si riduce, anche incidendo sulle commissioni di base, in caso di rendimento inferiore alle attese.

1.3.3 Il nesso tra Asset Allocation e instabilità degli utili

La sostenibilità del conto economico di una SGR non dipende però solo dal volume delle masse gestite, ma anche dalla composizione del *mix* di prodotti, ossia dall'*asset allocation* strategica offerta alla clientela. Esiste infatti un legame diretto tra il catalogo dei fondi promossi e il profilo di stabilità, marginalità e volatilità dei ricavi. Sul piano economico, non tutti gli *Assets under Management* generano lo stesso rendimento per la società di gestione: il settore presenta una forte dispersione delle aliquote commissionali, o *fee yield*, in funzione dell'*asset class* amministrata.

Le metriche di settore mostrano che le strategie più complesse e rischiose applicano livelli commissionali più elevati. Nel mercato europeo del risparmio gestito, nel 2024 i fondi azionari a gestione attiva (*Active Equity*) hanno generato un margine netto medio di circa 41,9 punti base.⁵⁹ Tuttavia, considerando i costi complessivi sostenuti dagli investitori nei fondi UCITS azionari, l'incidenza può variare tra lo 0,75% e l'1,11%, anche per effetto delle rilevanti spese di distribuzione.⁶⁰ All'estremo opposto, i fondi obbligazionari a gestione attiva presentano margini medi più contenuti, pari a 17,6 punti base, con oneri complessivi per il cliente intorno allo 0,68%. I livelli più bassi si registrano nei fondi monetari, con

⁵⁸ ESMA, 2020, *Final Report - Guidelines on performance fees in investment funds*

⁵⁹ McKinsey & Company, 2025, *The European asset management industry: Navigating volatile times*

⁶⁰ EFAMA, 2025, *EFAMA's 2025 Fact Book shows consistently declining fund costs*

un margine per la SGR di appena 8,0 punti base, e nelle strategie passive, pari a 13,1 punti base.⁶¹

Questa differenza strutturale nel *pricing* genera un rilevante *trade-off* strategico tra marginalità e volatilità degli utili: una SGR con un *core business* fortemente orientato all'azionario può beneficiare di margini unitari più elevati, ma espone il proprio conto economico a maggiore instabilità. Poiché i mercati azionari sono normalmente più volatili del reddito fisso, gli AuM di una società specializzata in fondi *Equity* tendono a subire oscillazioni più ampie e rapide; di conseguenza, i ricavi risultano più rischiosi, con aumenti significativi nelle fasi espansive e brusche contrazioni durante i mercati ribassisti.

Al contrario, una SGR con un posizionamento conservativo, orientata a fondi obbligazionari a breve termine, titoli di Stato o strumenti monetari, opera con margini più contenuti. Per coprire i costi fissi e mantenere la redditività, tale modello richiede quindi elevati volumi di patrimonio gestito. In cambio della minore marginalità unitaria, la società beneficia però di ricavi più stabili: la *duration* contenuta e la natura difensiva degli asset sottostanti riducono l'esposizione delle masse gestite alla volatilità dei mercati azionari, aumentando la prevedibilità del fatturato.⁶²

1.3.4 La "Fee Compression" come sfida strategica attuale

La dipendenza dal ciclo dei mercati e la variabilità dei modelli commissionali aiutano a comprendere la struttura economica degli *Asset Manager*, ma il contesto competitivo attuale impone di considerare un fenomeno ormai centrale: la *fee compression*. Con questa espressione si indica la riduzione progressiva e strutturale dell'aliquota commissionale

⁶¹ McKinsey & Company, *op. cit.* p. 28

⁶² *Ibidem*

media ponderata (*blended fee rate*) che le SGR riescono ad applicare sui mercati globali.

Le cause della *fee compression* possono essere ricondotte a due principali *driver* simultanei. Il primo è la rapida diffusione dei prodotti passivi a basso costo, in particolare degli *Exchange-Traded Funds* (ETF). Inoltre, la crescente consapevolezza degli investitori sulla difficoltà dei gestori attivi di generare un *Alpha* netto positivo, insieme a una maggiore trasparenza normativa, ha favorito la rotazione dei capitali. Tale dinamica ha prodotto il cosiddetto “*barbell effect*”: da un lato, forti afflussi verso i fondi passivi; dall’altro, in misura più contenuta, verso i mercati privati illiquidi, con un progressivo indebolimento delle strategie attive tradizionali.⁶³ Nel mercato europeo del 2024, le strategie passive hanno raggiunto il 18% degli AuM complessivi, ma hanno generato solo il 7% dei ricavi globali dell’industria, a causa di margini molto ridotti: 13,1 punti base per le strategie generali e 0,20% per i fondi UCITS a lungo termine. Questa pressione sui prezzi induce le SGR tradizionali a ridurre le commissioni per difendere le proprie quote di mercato; infatti, i margini dei fondi azionari attivi sono scesi da 45,2 punti base nel 2021 a 41,9 nel 2024.⁶⁴

Il secondo *driver* della *fee compression* deriva dal crescente potere contrattuale dei grandi clienti istituzionali, come fondi pensione, compagnie assicurative e casse previdenziali; infatti, gestendo o disinvestendo importi molto elevati (centinaia di milioni di euro), questi operatori dispongono di una forte capacità negoziale e possono ottenere sconti sui volumi e mandati con aliquote inferiori rispetto alle classi *retail*. L’aumento del peso della clientela istituzionale nel portafoglio di una SGR

⁶³ McKinsey & Company, 2025, *Asset management 2025: The great convergence (Regional analysis)*

⁶⁴ ⁶⁴ McKinsey & Company, *op. cit.* p. 28

determina quindi una riduzione del margine commissionale medio ponderato.

La combinazione di queste pressioni interne ed esterne ha ampliato il divario tra crescita delle masse gestite e capacità di generare utili. A sostegno di quanto detto, nel 2024, l'analisi contabile del settore europeo e nordamericano ha evidenziato un paradosso: a fronte di un aumento del 12% degli *Assets under Management*, sostenuto dai mercati azionari, l'utile per unità di AuM è cresciuto solo del 3%. Nello stesso anno, la marginalità operativa del settore si è attestata 3 punti base sotto i livelli del 2021, confermando che le economie di scala non producono automaticamente incrementi proporzionali di redditività. In risposta, le strategie competitive si stanno polarizzando: da un lato emergono i grandi *Pure Scale Player*, che sfruttano piattaforme globali per assorbire i costi e controllano il 41-42% del mercato; dall'altro restano in difficoltà i *Captives*, SGR appartenenti a reti bancarie o assicurative chiuse, penalizzate da costi operativi stabilmente superiori alla media per l'assenza di economie di scala comparabili.⁶⁵

In questo quadro emerge la principale vulnerabilità della singola SGR: la riduzione dei ricavi lordi, dovuta alla *fee compression*, e l'instabilità del volume d'affari, legata al *market beta* e all'incertezza dei mercati, si combinano con una struttura dei costi sempre più rigida. I costi operativi aumentano infatti in modo costante, spinti dalle crescenti spese di conformità normativa imposte dai regolatori europei — anche alla luce della direttiva MiFID II in materia di ricerca e trasparenza⁶⁶ — dalla competizione per attrarre professionisti qualificati nell'*asset management* e, più recentemente, dagli investimenti in Intelligenza Artificiale finalizzati al recupero di produttività. I dati empirici indicano che le spese

⁶⁵ PwC Strategy&, 2025, *Asset Management Study 2025*

⁶⁶ Moody's Investor Service / Investment Executive, 2018, *Reform in Europe will pressure asset manager fees: Moody's*

operative crescono stabilmente a ritmi superiori al 5% annuo, oltre la crescita storica dei ricavi, mantenendo il *Cost-Income Ratio* (CIR) del settore intorno al 66%.⁶⁷

Questo contesto amplifica gli effetti della leva operativa. Quando brusche correzioni dei mercati riducono gli AuM e comprimono il fatturato, la SGR, non potendo ridurre rapidamente i costi fissi e strutturali, subisce una contrazione più che proporzionale della redditività operativa. Tale dinamica, in cui volatilità esogena dei ricavi e rigidità endogena dei costi si combinano, sarà approfondita nel paragrafo successivo, evidenziando come la leva operativa possa rappresentare un rischio significativo per le SGR meno patrimonializzate o poco diversificate.

1.4 La struttura dei costi e l'impatto della Leva Operativa

L'analisi dell'industria dell'*Asset Management* richiede di comprendere le dinamiche microeconomiche che influenzano il bilancio delle Società di Gestione del Risparmio (SGR). In particolare, è essenziale esaminare la rigidità della struttura dei costi e l'effetto moltiplicativo della leva operativa (*Operating Leverage*) sulla redditività. Questi elementi emergono con maggiore chiarezza nel confronto con l'intermediazione creditizia tradizionale, evidenziando la distinzione tra i rischi operativi sostenuti da una SGR e i rischi finanziari e di credito assunti da una banca commerciale.

1.4.1 L'incidenza dei costi fissi nel modello Asset Management

L'analisi del conto economico di una SGR evidenzia una struttura fortemente asimmetrica, dominata da costi fissi o semi-fissi e da costi variabili molto contenuti. A differenza delle imprese industriali, in cui il costo del venduto (*COGS*) cresce con i volumi prodotti, nel risparmio gestito l'aumento della “produzione” — cioè l'acquisizione di nuove

⁶⁷ PwC Strategy&, 2025, *op. cit.* p. 31

masse gestite (*Assets under Management*, AuM) — non richiede l'acquisto di materie prime. Di conseguenza, il costo marginale dell'ingresso di un euro aggiuntivo in un fondo già esistente è sostanzialmente nullo.

Ciò rende la base dei costi rigida nel breve e medio periodo. Le principali voci di spesa sono infatti difficilmente comprimibili, poiché necessarie a garantire continuità operativa, efficienza della gestione e conformità normativa. I costi che assorbono la quota maggiore dei ricavi operativi si concentrano in tre aree principali: capitale umano, infrastrutture tecnologiche e oneri di *compliance*.

Il costo del personale (*Compensation & Benefits*) rappresenta storicamente la principale voce del budget operativo di una SGR. Poiché il modello di business dell'*Asset Management* si fonda su competenze specialistiche e asimmetrie informative, attrarre e trattenere professionisti qualificati (*Portfolio Managers*, analisti quantitativi, team di ricerca macroeconomica, specialisti di *data engineering*) richiede pacchetti retributivi elevati. Le politiche di gestione del talento stanno inoltre evolvendo: le società investono meno nell'assunzione di programmatori esterni e più nell'*upskilling* del personale interno, soprattutto in materia di Intelligenza Artificiale e gestione dei dati.⁶⁸ Sebbene una parte della remunerazione resti variabile e collegata alle performance annuali (*bonus pool*), la componente fissa degli stipendi costituisce un costo difficilmente comprimibile, necessario a preservare il capitale intellettuale della società.

In secondo luogo, le SGR sostengono investimenti IT rilevanti e continuativi. L'*Asset Management* moderno dipende infatti da infrastrutture tecnologiche complesse, tra cui sistemi di *Order Management* (OMS), *Execution Management* (EMS), piattaforme di *data*

⁶⁸ McKinsey, 2025, *How AI could reshape the asset management industry*

providing per l'analisi macroeconomica in tempo reale, come Bloomberg e Refinitiv, e software avanzati di *risk management*. Le evidenze empiriche mostrano che, negli ultimi cinque anni, i costi tecnologici in Nord America ed Europa sono cresciuti a un tasso annuo composto (*CAGR*) dell'8,9%, superando la spesa di qualsiasi altra funzione aziendale. Tuttavia, il settore presenta un “paradosso della produttività”: nonostante l'aumento degli investimenti, il costo tecnologico in rapporto agli AuM è rimasto stabile. Inoltre, il coefficiente di determinazione (R^2) tra spesa tecnologica e produttività, misurata come ricavi per dipendente, è pari solo all'1,3%, segnalando un'assenza di correlazione significativa. Ciò dipende dal fatto che il 60-80% dei budget IT è assorbito da attività di *run-the-business*, ossia manutenzione dei sistemi e gestione del debito tecnologico, lasciando appena il 20-40% alle iniziative di trasformazione digitale (*change-the-business*).⁶⁹

La terza componente di rigidità riguarda i costi crescenti di *compliance* normativa. L'inasprimento del quadro regolamentare europeo, attraverso direttive e regolamenti come MiFID II, SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*) per le tematiche ESG e il recente DORA (*Digital Operational Resilience Act*), impone a queste società strutture legali e di controllo dei rischi sempre più articolate. Questo carico regolamentare aumenta i costi fissi strutturali: secondo le stime istituzionali, entro il 2030 i costi operativi complessivi raggiungeranno 2,81 milioni di dollari per ogni miliardo di AuM gestito.⁷⁰

Le dinamiche recenti dei costi confermano la rigidità strutturale del conto economico delle SGR. A livello globale, i costi operativi del settore hanno raggiunto 167 miliardi di dollari nel 2024, in aumento rispetto ai 151

⁶⁹ *Ibidem*

⁷⁰ PwC, 2025, *Asset and Wealth Management Revolution 2025 - The profitability paradox: Competing for relevance and return*

miliardi del 2022.⁷¹ Il principale indicatore di efficienza operativa, il *Cost-to-Income Ratio*, si è stabilizzato intorno al 68%, segnalando che oltre due terzi dei ricavi vengono assorbiti dalle spese correnti e, in alcuni casi, livelli di inefficienza superiori a quelli dei modelli bancari tradizionali.⁷²

Questi dati mostrano che, nonostante gli interventi di razionalizzazione, le spese amministrative, tecnologiche e del personale mantengono una struttura dei costi rigida, rendendo la redditività fortemente dipendente dai volumi gestiti. In questo contesto, l'innovazione tecnologica — in particolare l'Intelligenza Artificiale generativa e agentica — rappresenta la principale leva di efficientamento strutturale. Le stime indicano, per un asset manager medio, risparmi potenziali pari al 25-40% della base dei costi.⁷³

1.4.2 Il motore della redditività: La Leva Operativa

Dal punto di vista economico-aziendale, la leva operativa misura la sensibilità del reddito operativo (EBIT) alle variazioni percentuali dei ricavi. Il DOL è espresso dal rapporto tra la variazione percentuale dell'utile operativo e quella dei ricavi ($\Delta\%EBIT / \Delta\%Revenues$). Poiché in una SGR i costi variabili tendono ad avere un'incidenza limitata, il margine di contribuzione coincide sostanzialmente con i ricavi totali, quindi anche una variazione contenuta delle masse gestite può produrre un effetto più che proporzionale sull'utile operativo.

Questo effetto amplificatore è bidirezionale e accentua la pro-ciclicità degli utili nel settore: nelle fasi rialziste, la combinazione di flussi netti positivi (*net inflows*) e rivalutazione degli asset (*market effect*) aumenta i ricavi commissionali. Poiché i costi fissi restano sostanzialmente invariati, ogni euro aggiuntivo di commissioni si trasferisce in larga parte all'utile

⁷¹ McKinsey & Company, 2025, *Assets up, but profits stuck*

⁷² PwC, *op. cit.* p. 34

⁷³ McKinsey, *op. cit.* p. 33

operativo, ampliando i margini. Al contrario, nelle fasi ribassiste, il calo degli AuM riduce rapidamente i ricavi, mentre la SGR non può comprimere allo stesso modo i costi fissi, ed il risultato è una contrazione più che proporzionale della redditività operativa.⁷⁴

Il fenomeno della fee compression, precedentemente illustrato, innesca così il "Paradosso della Redditività": l'industria dell'Asset Management continua a registrare un'espansione dei volumi, ma non garantisce più un incremento automatico della redditività.

La combinazione tra la progressiva riduzione dei *basis points* commissionali e l'impossibilità di ridimensionare proporzionalmente la base dei costi fissi ha compresso la redditività unitaria del settore. I profitti per unità di AuM sono diminuiti del 19% dal 2018, con un'ulteriore flessione stimata del 9% entro il 2030. Anche i margini operativi ante imposte si sono ridotti in modo significativo tra il 2019 e il 2023, perdendo cinque punti percentuali in Europa e tre in Nord America, dove i costi sono cresciuti del 18% a fronte di ricavi aumentati solo del 15%. In questo contesto, l'89% degli asset manager intervistati a livello globale segnala una pressione elevata sulla profittabilità negli ultimi anni, mentre solo il 25% si dichiara molto fiducioso nella propria strategia di redditività.⁷⁵

La leva operativa consente quindi di spiegare la vulnerabilità degli utili nel risparmio gestito. La redditività di una SGR non deriva dall'assunzione diretta di rischi patrimoniali, ma dalla dimensione delle masse gestite e dalla capacità di mantenere il proprio *pricing power* in un mercato in cui i prodotti finanziari tendono sempre più a diventare standardizzati.

⁷⁴ *Ibidem*

⁷⁵ *Ibidem*

1.4.3 Il contrasto con il Modello Bancario

La specificità della SGR come intermediario puro emerge con particolare chiarezza nel confronto con il modello bancario. Per sviluppare questo confronto strutturale è utile richiamare i principali concetti teorici illustrati nel testo “*La valutazione delle banche*” (E. Bagna, Egea, 2012).

Il testo evidenzia come la funzione storica della banca commerciale consista nell’acquistare e detenere attività poco liquide, ossia gli impieghi, finanziandole tramite passività liquide e di breve durata, rappresentate principalmente dai depositi: la banca realizza così una sistematica trasformazione delle scadenze, assumendo sia un rischio di liquidità, derivante dal disallineamento tra passività a vista e impieghi a lungo termine, sia un rischio di credito, legato all’eventuale insolvenza del debitore. Mentre la SGR crea valore come mandatario attraverso la leva operativa, la banca commerciale fonda il proprio modello di business sull’impiego strutturale della leva finanziaria.

Nel modello bancario, la generazione del valore deriva dal Margine di Interesse, il quale viene scomposto attraverso il paradigma della contabilità analitica "a masse pareggiate": in questo sistema, ogni sportello bancario agisce trasferendo i flussi in entrata (raccolta) e i flussi in uscita (impieghi) verso una tesoreria centrale, operando sulla base di un Tasso Interno di Trasferimento (TIT). L'attività bancaria *retail* crea valore, ovvero *extra redditi*, grazie a due differenziali cruciali:

1. Il *Markup* sugli impieghi, calcolato come la differenza tra il tasso di interesse corrente incassato sui prestiti (R_a) e il tasso interno di trasferimento ($R_a - \text{TIT}$).

2. Il *Markdown* sulla raccolta, calcolato come la differenza tra il tasso interno di trasferimento (R_b) e il tasso di interesse passivo riconosciuto ai depositanti ($TIT - R_b$).⁷⁶

In questo ecosistema interconnesso, il debito della banca (rappresentato dai depositi della clientela e dalle obbligazioni emesse) non è una mera passività inerte, ma rappresenta il motore primario per moltiplicare gli impieghi e generare ricchezza.

Questa differenza strutturale incide direttamente sulla natura dei rischi assunti e sul relativo assorbimento patrimoniale. La banca commerciale, detenendo impieghi e titoli nel proprio stato patrimoniale — rispettivamente nel *Banking Book*, al costo storico ammortizzato, e nel *Trading Book*, al *fair value* — internalizza il rischio. Perché un prestito generi valore per gli azionisti, gli interessi attivi incassati ($C \times R_a$) devono coprire non solo i costi operativi e le rettifiche su crediti, determinate dalla probabilità di default e dalla *Loss Given Default*, ma anche remunerare la quota di patrimonio netto (*Tier 1*) assorbita dall'operazione. Questo principio viene formalizzato evidenziando che l'utile deve compensare il capitale di vigilanza allocato a copertura del rischio ($Tier\ 1 \times (coe - rf)$). Il capitale netto della banca svolge quindi la funzione di *loss absorption buffer*, ossia di cuscinetto per le perdite inattese. In ciò risiede l'essenza dell'intermediario *Capital Heavy*.⁷⁷

Questa logica patrimoniale è radicalmente diversa da quella dell'*Asset Management*. Riportando nuovamente al testo sopra citato “*La Valutazione delle Banche*”, la gestione della cosiddetta “raccolta indiretta” — risparmio gestito e amministrato — “non richiede nella sostanza patrimonio” per il suo svolgimento. La SGR opera, infatti, sulla base del mandato conferito dal cliente, indirizzando il capitale verso i mercati di

⁷⁶ Bagna, Emanuel, 2012, *La Valutazione delle Banche*.

⁷⁷ *Ibidem*

riferimento senza trasferire il rischio finanziario sul proprio stato patrimoniale. Tale assetto conferma la SGR come un intermediario pienamente *Capital Light*.

Di conseguenza, per una banca l'eventuale *Excess Capital*, ossia il capitale disponibile oltre i minimi di vigilanza, rappresenta una variabile centrale nella determinazione del valore aziendale, anche attraverso modelli come il *Dividend Discount Model* rettificato per l'*Excess Capital* o il *Residual Income Model*; per una SGR, invece, il patrimonio contabile (*Book Value*) ha un peso analitico molto più limitato nella stima del valore prospettico.

In sintesi, differenze strutturali tra i due modelli si manifestano su piani distinti:

1. La banca utilizza la *leva finanziaria* per amplificare la redditività degli impieghi attraverso debito e capitale proprio; la SGR, invece, si fonda sulla *leva operativa*, distribuendo ricavi variabili e correlati ai mercati su una base di costi fissi rigida.
2. La banca internalizza nel proprio bilancio il rischio di credito e di liquidità, esponendosi all'insolvenza della controparte; la SGR trasferisce il rischio di mercato all'investitore finale, mantenendo principalmente il rischio operativo e l'instabilità degli utili legata alla volatilità degli AuM.
3. La banca è un intermediario *Capital Heavy*, poiché necessita di capitale proporzionato agli attivi ponderati per il rischio secondo Basilea; la SGR è invece un intermediario *Capital Light*, con capitale richiesto soprattutto a presidio della continuità operativa.

Da tutto ciò, ne deriva un problema valutativo: i modelli bancari tradizionali, come il *Dividend Discount Model* o il *Residual Income Model* risultano poco adatti alle SGR, poiché fondati su patrimonio tangibile e capitale regolamentare, variabili marginali nel risparmio gestito.

Il Capitolo 2 sarà orientato verso strumenti più adatti al modello SGR: attualizzazione dei flussi di cassa operativi, analisi del *ROIC* depurato dal *Book Value* e multipli settoriali come *P/E*, *EV/EBITDA* e soprattutto *EV/AuM*, più direttamente legati alla capacità di generare redditività operativa scalabile.

CAPITOLO 2 – LA VALUTAZIONE DELLE SGR E IL COSTO DEL CAPITALE

2.1 Il Dividend Discount Model (DDM) come standard valutativo

2.1.1 I limiti dei modelli industriali tradizionali (DCF) per gli intermediari finanziari

Nella *corporate finance* e nella prassi valutativa internazionale si è consolidato un approccio dominante per stimare il capitale economico delle imprese industriali e commerciali: il metodo dei flussi di cassa attualizzati, noto come *Discounted Cash Flow* nella versione *Unlevered*, o *Asset Side*¹.

Questo modello si basa sulla separazione tra decisioni di investimento, legate alla gestione operativa, e decisioni di finanziamento, relative alla struttura del capitale. Attraverso il *Free Cash Flow to Firm* (FCFF), il valutatore isola la cassa generata dagli asset industriali, determinando l'*Enterprise Value*. L'effetto della leva finanziaria viene neutralizzato mediante imposte figurative calcolate sull'EBIT e l'attualizzazione dei flussi al Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC). Solo in una fase successiva la Posizione Finanziaria Netta viene sottratta all'*Enterprise Value* per ottenere l'*Equity Value*, cioè il valore del capitale di rischio.

L'applicazione generalizzata e non critica di questo paradigma agli intermediari finanziari, in particolare banche e Società di Gestione del Risparmio, produce rilevanti distorsioni concettuali e quantitative, evidenziando un'inadeguatezza dell'approccio *Asset Side* per il settore. Il

¹ Il metodo dei flussi di cassa operativi attualizzati, noto come Discounted Cash Flow in logica Unlevered, rappresenta lo standard accademico e professionale per stimare l'*Enterprise Value* delle imprese non finanziarie. Esso determina il valore intrinseco degli asset isolando i flussi di cassa disponibili per tutti i finanziatori, depurandoli dagli effetti della leva finanziaria e attualizzandoli al costo medio ponderato del capitale (WACC). Si veda: Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company.

limite sta nell'impossibilità di separare nettamente gestione operativa e gestione finanziaria: per un intermediario finanziario, infatti, la raccolta e l'impiego di risorse monetarie non costituiscono semplici scelte di copertura del fabbisogno, ma rappresentano il nucleo stesso dell'attività produttiva. Il debito, sotto forma di depositi o altra provvista, assume quindi il ruolo di vera e propria "materia prima" del business².

In questa prospettiva, la dottrina sulla valutazione degli intermediari creditizi evidenzia come il debito bancario non possa essere trattato come un semplice elemento da sottrarre nel passaggio dall'*Enterprise Value* all'*Equity Value*; la banca crea valore proprio attraverso la gestione attiva delle proprie passività: valutare l'attivo separatamente dalla struttura del passivo significherebbe privarla della sua funzione essenziale di trasformazione delle scadenze e dei rischi, rendendo la nozione di *Enterprise Value* priva di reale fondamento logico ed empirico³. Nelle banche commerciali, inoltre, gli interessi passivi rappresentano di fatto il "costo del venduto" (*Cost of Goods Sold*), rendendo l'EBIT una grandezza poco significativa. Un problema simile emerge anche per le SGR: pur non iscrivendo le masse gestite nel proprio stato patrimoniale, la loro redditività è strettamente legata all'andamento dei mercati finanziari, rendendo artificiosa la separazione tra componente operativa e finanziaria presupposta dal modello WACC.

Un ulteriore limite dell'approccio *DCF Unlevered* riguarda la poca rilevanza, nel bilancio di un intermediario finanziario, delle grandezze

² Nelle istituzioni finanziarie il debito non è solo una fonte di funding, ma parte integrante del processo di generazione dei ricavi. Per questo, la separazione tra attività operativa e finanziaria risulta artificiosa e rende inadeguato il modello DCF Asset Side. Cfr: Damodaran, A. (2013). Valuing Financial Service Firms, *Journal of Financial Perspectives*.

³ L'*Equity Value* di una banca non deriva dalla semplice sottrazione della Posizione Finanziaria Netta dal valore degli attivi: "Il debito della banca non è concepibile come un semplice minuendo del valore di mercato delle attività ai fini dell'ottenimento del valore dell'*equity* di una banca. Questo perché la banca crea valore anche attraverso la gestione delle sue passività". Cfr: Bagna, E. (2012). *La Valutazione delle Banche*, Egea, Milano (Paragrafo 3.1).

industriali normalmente utilizzate per passare dal reddito operativo al flusso di cassa. Il calcolo del *FCFF* richiede infatti la stima del Capitale Circolante Netto Operativo (*NWC*) e degli investimenti in capitale fisso. In un'impresa manifatturiera, il *NWC* — composto da crediti commerciali, rimanenze e debiti verso fornitori — assorbe o libera liquidità in funzione delle dilazioni di pagamento e del ciclo produttivo, invece il bilancio di una SGR è privo di tale ciclo: le rimanenze sono assenti, i crediti riguardano soprattutto commissioni maturate e non ancora incassate dai fondi, mentre i debiti si riferiscono principalmente a retrocessioni provvigionali verso le reti distributive o a competenze professionali. Di conseguenza, le variazioni del *NWC* in una SGR hanno dimensioni fisiologicamente marginali e non rappresentano un driver strutturale di assorbimento di cassa⁴.

Considerazioni analoghe valgono per gli investimenti in capitale fisso: a differenza di un'impresa industriale, che richiede ingenti *Capex* fisici per costruire stabilimenti, acquistare impianti o rinnovare macchinari, una SGR fonda il proprio vantaggio competitivo soprattutto sul capitale umano, rappresentato dai *portfolio manager*, e su infrastrutture immateriali. Gli investimenti riguardano prevalentemente l'aggiornamento dei sistemi informatici, come software di trading e *risk management*, l'acquisto di licenze e l'allestimento delle sedi direzionali. Poiché tali esborsi sono strutturalmente contenuti e tendono, nel medio periodo, a compensarsi con gli ammortamenti, il saldo netto tra *Capex* e ammortamenti risulta prossimo allo zero (*ref. cap. I*).

L'utilizzo del *DCF Unlevered* è inoltre indebolito dalla particolare composizione dell'attivo degli intermediari finanziari, spesso

⁴ A differenza delle imprese commerciali, una SGR non presenta un ciclo rilevante di capitale circolante: le poste correnti riguardano soprattutto ratei legati a commissioni e compensi di distribuzione. Cfr: Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. (2014). *The Valuation of Financial Companies*, John Wiley & Sons.

caratterizzato da un'elevata presenza di poste valutate al *fair value*. Come evidenziato dalla letteratura sulla valutazione bancaria, capitalizzare all'infinito flussi reddituali generati da asset già iscritti al *fair value*, come il portafoglio di proprietà o il *trading book*, può produrre fenomeni di *double counting*. In tal modo si rischia di capitalizzare variazioni di mercato transitorie e volatili, più coerenti con logiche di *random walk* che con trend industriali permanenti⁵.

Per sistematizzare le differenze esaminate, la tabella seguente sintetizza le principali ragioni per cui l'approccio *Asset Side*, efficace nel contesto industriale, risulta inadeguato quando viene applicato al risparmio gestito.

Elemento del modello <i>DCF Unlevered</i>	Impresa industriale	Intermediario finanziario / SGR	Implicazione valutativa per le SGR
Reddito operativo (EBIT)	Distingue il margine industriale dalla gestione finanziaria.	La gestione operativa è strettamente legata ai mercati finanziari.	La separazione è artificiosa; l'EBIT perde parte del proprio valore informativo.
Imposte figurative	Sono applicate all'EBIT per neutralizzare lo scudo fiscale del debito.	L'assenza di debito oneroso legato al funding operativo ne riduce la rilevanza.	Il modello rischia di alterare la rappresentazione dell'onere fiscale effettivo.

⁵ Il modello industriale rischia di attualizzare flussi di asset già valutati Mark-to-Market. Come osserva Bagna: "I benefici (o addirittura le perdite) storiche generati da tutte le attività facenti parte del trading book si traducono a conto economico in un risultato di periodo che esprime la sola variazione del fair value [...] non costituisce quindi una misura di reddito proiettabile in *perpetuity*". Cfr: Bagna, E. (2012). *La Valutazione delle Banche*, Egea, Milano (Paragrafo 3.1).

Capitale circolante netto	Assorbe liquidità per effetto di magazzino e dilazioni commerciali.	Il magazzino è assente; crediti e debiti riguardano soprattutto commissioni e retrocessioni.	Il NWC non è un driver significativo del fabbisogno di cassa.
Investimenti (Capex)	Richiedono esborsi rilevanti per impianti, stabilimenti e macchinari.	Sono concentrati soprattutto in tecnologia, software e infrastrutture immateriali.	Il flusso di cassa operativo tende ad avvicinarsi al flusso di cassa netto.
Debito netto	Viene sottratto all'Enterprise Value per ottenere l'Equity Value.	Nel settore finanziario il funding è parte integrante del modello operativo.	È preferibile un approccio diretto al capitale azionario, di tipo Equity Side.

Alla luce di tali limiti strutturali e della scarsa utilità del WACC in assenza di un costo del debito rilevante per la leva operativa, prassi e dottrina convergono sull'adozione di approcci valutativi *Equity Side*, fondati sui flussi direttamente disponibili per gli azionisti.

2.1.2 La centralità dei flussi distribuibili nel modello Capital Light

Superati i limiti metodologici dell'approccio *Asset Side*, la valutazione di un intermediario finanziario richiede una prospettiva direttamente rivolta all'azionista. In questo quadro, il riferimento quantitativo centrale è il *Free Cash Flow to Equity*, cioè la cassa residua distribuibile ai portatori di capitale di rischio dopo il soddisfacimento degli impegni operativi, fiscali, finanziari e degli accantonamenti necessari alla continuità aziendale.

Nel caso di una Società di Gestione del Risparmio, il calcolo del FCFE risulta particolarmente lineare. L'assenza di rilevanti fabbisogni di

reinvestimento industriale e la sostanziale stabilità del capitale circolante ($\Delta NWC = 0$) riducono gli sfasamenti tra reddito contabile e cassa, tipici delle imprese manifatturiere. L'Utile Netto, rettificato per componenti straordinarie o variazioni non monetarie marginali, diventa quindi un valido proxy della cassa generata dall'attività caratteristica⁶. Di conseguenza, mentre nelle imprese industriali la distanza tra Utile Netto e FCFE può essere ampia, negli intermediari Capital Light il *cash conversion ratio* tende ad avvicinarsi al 100%.⁷

Tuttavia, l'ipotesi secondo cui il FCFE coincida con la cassa generata incontra un limite empirico e normativo rilevante: i requisiti prudenziali di vigilanza: se l'equivalenza fosse sempre valida, il management potrebbe distribuire tutto l'utile sotto forma di dividendi. Nel settore finanziario, invece, la ritenzione degli utili e il *payout ratio* non dipendono solo da scelte discrezionali di tesoreria, ma anche da vincoli regolamentari che sono finalizzati alla stabilità del sistema⁸.

La letteratura sulla valutazione bancaria chiarisce il passaggio: il *payout* è strettamente legato agli obiettivi di crescita dell'intermediario e ai relativi requisiti patrimoniali. In una banca, ogni nuovo impiego aumenta le *Risk-Weighted Assets* (RWA) e richiede nuovo patrimonio di base, come il *Tier 1*. La crescita dell'attivo assorbe quindi capitale, spesso finanziato trattenendo utili, con conseguente riduzione della quota distribuibile agli azionisti⁹.

⁶ Nell'Asset Management, capitale circolante stabile e capex contenuti favoriscono un'elevata conversione dell'utile in cassa

⁷ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010), op. cit. p.39

⁸ Diversamente dalle imprese industriali, dove gli utili trattenuti finanziano nuovi investimenti produttivi, nelle istituzioni finanziarie la capacità distributiva è vincolata dai requisiti patrimoniali. In una SGR, la ritenzione degli utili dipende quindi soprattutto dal rispetto dei requisiti prudenziali di vigilanza a tutela della continuità aziendale. *Ref. cap. 1*

⁹ Nel testo si chiarisce che "Il *payout* in ogni anno determina l'ammontare distribuibile di utile e deve essere coerente con i target di crescita della banca in termini di nuovi investimenti e di requisiti patrimoniali da essa conseguenti". Cfr: Bagna, E. (2012). *La Valutazione delle Banche*, Egea, Milano (Paragrafo 3.3.1).

Applicando questa logica bancaria alle Società di Gestione del Risparmio, il vincolo normativo conserva la stessa funzione, ma cambia nei parametri di riferimento. Come evidenziato nel Capitolo 1, il quadro europeo definito da IFD e IFR non fonda i requisiti patrimoniali delle SGR sull'assorbimento del rischio di credito degli attivi, poiché i fondi sono separati dal bilancio della società. Il requisito si basa invece sulla dimensione dei costi fissi necessari a garantire, in caso di stress, una chiusura ordinata dell'intermediario. Per questo, il vincolo principale è il *Fixed Overheads Requirement* (FOR), pari al 25% dei costi fissi generali dell'esercizio precedente.

La centralità dei flussi distribuibili emerge anche nella fase di crescita di un asset manager: per aumentare masse gestite e ricavi commissionali, una SGR deve rafforzare la propria capacità operativa: assumere gestori qualificati, ampliare i team di analisi, investire in piattaforme IT più evolute e potenziare compliance e controllo dei rischi. Tale crescita aumenta la base dei costi fissi e, poiché la normativa impone un patrimonio di vigilanza almeno pari al 25% di tali costi, genera immediatamente un fabbisogno patrimoniale aggiuntivo¹⁰.

L'Utile Netto di esercizio, pur rappresentando liquidità effettivamente generata dalla SGR, non può essere distribuito integralmente, ma una quota deve essere trattenuta come riserva per rafforzare il patrimonio di vigilanza richiesto dall'aumento dei costi fissi e, quindi, del FOR. Questo rappresenta il principale investimento che limita i flussi distribuibili di un intermediario *Capital Light*¹¹.

¹⁰ Regolamento (UE) 2019/2033 del Parlamento europeo e del Consiglio (Investment Firms Regulation - IFR), art. 13

¹¹ Se si assume che la SGR distribuisca tutta la cassa eccedente i vincoli di vigilanza, al netto dell'assorbimento marginale di capitale regolamentare, il *Free Cash Flow to Equity* coincide con il dividendo atteso. In questo senso, il DDM diventa una metrica centrale per valutare un intermediario *Capital Light*

Determinante del Flusso per la Valutazione	Formula Analitica	Significato Economico-Aziendale
Generazione di Cassa Lorda	$\approx \text{Utile Netto}$	L'assenza di capex e NWC rende il Net Income pari all'Operating Cash Flow.
Fabbisogno Patrimoniale di Crescita	$\Delta FOR = 25\% \times \Delta \text{Costi Fissi}$	La crescita richiede un ampliamento dei costi strutturali, e per legge il patrimonio vincolato aumenta del 25% di tale variazione.
Flusso Liberamente Distribuibile (FCFE)	$\text{Utile netto} - \Delta FOR$	Cassa residua dopo aver garantito il rispetto del <i>capital requirement</i> per la continuità e la crescita.
Dividendo Potenziale	FCFE	Ipotesi cardine: tutto il capitale in eccesso ai requisiti viene erogato all'azionista.

Da ciò emerge la convergenza tra *Free Cash Flow to Equity* e *Dividend Discount Model* (DDM). Assumendo, come spesso avviene nella prassi valutativa, che la SGR non trattenga liquidità eccedente ma distribuisca tutto il capitale disponibile oltre i requisiti normativi, il *FCFE* calcolato *bottom-up* coincide con il dividendo atteso. In questo modo, il DDM non appare più come un modello debole perché dipendente da politiche di

dividendo discrezionali, ma come una misura coerente della capacità dell'intermediario di generare ricchezza effettivamente distribuibile¹².

2.1.3 L'adattamento del DDM per il risparmio gestito (Modello base e a due stadi)

Chiarito il legame tra *FCFE* e dividendo teorico, l'applicazione del *Dividend Discount Model* a una Società di Gestione del Risparmio richiede un adeguamento delle ipotesi di base. In assenza di tale adattamento, il modello rischierebbe di essere formalmente corretto ma poco coerente con le caratteristiche economiche del settore. Nella sua formulazione generale, il *DDM* assume che il valore del capitale economico d'impresa (W_e) coincida con il valore attuale dei dividendi futuri attesi, scontati al costo del capitale proprio (K_e), che riflette il rischio sistematico percepito dal mercato.

La formulazione di base del modello è la seguente¹³:

$$W_e = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1 + K_e)^t}$$

Poiché la stima analitica di flussi prospettici infiniti è solo teorica, si adotta normalmente una formulazione a due stadi. L'orizzonte temporale viene suddiviso in un periodo di previsione esplicita, di norma coincidente con il piano industriale del management e compreso tra 3 e 5 anni, e in una successiva fase di crescita stabile e perpetua. Il valore di questa seconda fase è sintetizzato nel Valore Terminale (*Terminal Value*, TV), calcolato

¹² Nel DDM, i flussi attesi sono convertiti in valore del capitale economico attraverso un modello a due stadi: una fase esplicita, che riflette eventuali scostamenti temporanei da condizioni di equilibrio, e una fase terminale regolata dalla formula di *Gordon*, rappresentativa del valore stabile dell'intermediario (*Terminal Value*).

¹³ Sulla formulazione fondamentale del Dividend Discount Model (DDM) e sull'attualizzazione dei flussi finanziari attesi per gli azionisti, si veda Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 5th Edition. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

mediante il *Gordon Growth Model*. L'equazione complessiva di valutazione diventa quindi:

$$W_e = \sum_{t=1}^n \frac{Div_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{TV_n}{(1 + K_e)^n}$$

Il TV alla fine del periodo esplicito n corrisponde al dividendo normalizzato dell'anno $n + 1$, diviso per la differenza tra costo del capitale e tasso di crescita di lungo periodo (g)¹⁴:

$$TV_n = \frac{Div_{n+1}}{K_e - g}$$

Per adattare questa architettura teorica al risparmio gestito, è necessario considerare le dinamiche di leva operativa e crescita (g) proprie delle SGR. In questo settore, l'evoluzione delle masse gestite — e, di conseguenza, dell'Utile Netto — dipende dall'interazione tra due variabili principali: la raccolta netta (*Net Inflows*) e l'effetto mercato (*Market Effect*)¹⁵.

Nel periodo di previsione esplicita, corrispondente al primo stadio del modello, la SGR si trova generalmente in una fase di espansione commerciale e strategica. Il management punta ad attrarre nuova raccolta, sottraendo quote ai concorrenti, lanciando nuovi fondi o rafforzando i canali distributivi, mentre le masse già gestite variano in funzione dell'andamento atteso dei mercati azionari e obbligazionari. La crescita complessiva risulta quindi sostenuta dalla combinazione tra raccolta netta positiva ed effetto mercato. Tuttavia, come evidenziato in precedenza, un incremento significativo della raccolta richiede spesso un ampliamento della struttura operativa, con maggiori costi fissi per personale, tecnologia e controlli. Ciò determina un aumento del requisito patrimoniale *FOR* e

¹⁴ La formalizzazione matematica del valore terminale in ipotesi di crescita perpetua costante è da ricondursi al fondamentale contributo di Gordon, M. J. (1959). *Dividends, Earnings, and Stock Prices*, in "Review of Economics and Statistics".

¹⁵ La crescita di un operatore di Asset Management dipende da due componenti distinte: il *Net Inflows*, legata alla capacità commerciale di attrarre nuova liquidità, e il *Market Effect*, ossia la rivalutazione esogena degli attivi inclusi nell'AUM.

impone alla società di trattenere una parte dell'Utile Netto, rendendo positivo il tasso di ritenzione b . Di conseguenza, nel primo stadio i dividendi distribuiti (Div_t) risultano inferiori all'utile complessivo, poiché una quota deve finanziare l'espansione del vincolo regolamentare.

Il principale punto critico del DDM riguarda la stima del Valore Terminale, che spesso rappresenta oltre il 70% del valore complessivo dell'intermediario. Un'applicazione meccanica della formula di Gordon, non coerente con le condizioni di equilibrio di lungo periodo (*steady state*), può quindi generare rilevanti distorsioni nella valutazione.

In finanza, in equilibrio perpetuo, il tasso di crescita sostenibile (g) è pari a $b \times ROE$, ossia al prodotto tra quota di utile trattenuta e redditività incrementale del capitale reinvestito¹⁶.

Applicando questo principio a un'impresa manifatturiera, una crescita perpetua positiva, ad esempio $g = 2\%$, richiede necessariamente un tasso di ritenzione degli utili positivo ($b > 0$), poiché l'impresa deve continuare a investire in capitale circolante e immobilizzazioni per sostenere maggiori volumi di fatturato.

Nel risparmio gestito, il passaggio al periodo di crescita perpetua del *Terminal Value* modifica questa logica. Una volta raggiunta la maturità competitiva, l'extra-raccolta che consentiva di superare il mercato tende a esaurirsi. In stato stazionario, la raccolta netta marginale della SGR converge fisiologicamente a zero: i deflussi per disinvestimenti e liquidazioni sono compensati da nuovi afflussi, mantenendo stabile la base clienti.

¹⁶ Per mantenere coerenza valutativa, il tasso di crescita perpetua g della formula di Gordon deve riflettere il prodotto tra rendimento del capitale reinvestito (ROE) e tasso di ritenzione degli utili (b). Ciò evidenzia che una crescita infinita richiede, in linea teorica, un fabbisogno incrementale di capitale, salvo modifiche nei vincoli di leva operativa o finanziaria. cfr. Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. (2014). *The Valuation of Financial Companies*, Chichester: John Wiley & Sons.

Le masse gestite, tuttavia, non restano ferme: nel lungo periodo continuano a crescere al tasso g grazie all'effetto mercato. La rivalutazione strutturale dei mercati azionari e obbligazionari, che incorpora inflazione di lungo periodo e premio per il rischio, accresce gli AuM della SGR¹⁷.

Questo meccanismo ha implicazioni rilevanti per l'equazione di Gordon e per la valutazione di un intermediario *Capital Light*: quando le masse gestite crescono per effetto dell'apprezzamento dei mercati, la SGR registra un aumento automatico dei ricavi da *management fee*, senza ulteriori costi di acquisizione della clientela. Grazie alla leva operativa descritta nel Capitolo 1, tale crescita dei ricavi non richiede necessariamente un'espansione proporzionale dei costi fissi: un incremento degli AuM dovuto a un rialzo dei mercati può infatti avvenire senza nuove assunzioni o ampliamenti strutturali.

Se i costi fissi restano invariati, o aumentano solo marginalmente, anche il requisito prudenziale calcolato sul *Fixed Overheads Requirement* rimane sostanzialmente stabile ($\Delta FOR = 0$).

Ne deriva che, nel *Terminal Value*, la crescita di lungo periodo g può essere sostenuta senza trattenere nuovo capitale. Il tasso di ritenzione degli utili (b) tende quindi a zero, mentre il *payout ratio* si avvicina al 100%. Nel modello di Gordon, il dividendo di lungo periodo coincide così con l'intero Utile Netto atteso. Il DDM evidenzia quindi la forza del modello *Capital Light*: generare una rendita perpetua crescente, finanziata dall'inerzia dei mercati più che dall'accumulo di capitale proprio.

Questa impostazione teorica richiede un'ultima precisazione: il DDM così formulato considera solo i dividendi distribuibili nel rispetto del requisito

¹⁷ Nella fase terminale, gli inflows compensano gli outflows e l'AUM cresce solo per Market Effect, senza maggiori costi fissi né incremento del FOR. In assenza di fabbisogno patrimoniale marginale, la ritenzione tende a zero ($b=0$) e il payout al 100%, confermando la forza del modello Capital Light.

patrimoniale minimo vincolante, rappresentato dal FOR. Nella prassi, tuttavia, gli intermediari finanziari detengono spesso liquidità e investimenti superiori alla soglia richiesta dall'Autorità di Vigilanza. Tale dotazione eccedente, definibile come *Excess Capital*, non è incorporata automaticamente nel DDM in steady state, poiché rappresenta uno stock di ricchezza già esistente e appartenente agli azionisti, non un flusso futuro. Per stimare in modo completo il capitale economico della SGR, il modello deve quindi essere integrato con l'individuazione e la valorizzazione dell'*Excess Capital*, tema centrale del paragrafo successivo.

2.2 La gestione dell'Excess Capital e la creazione di valore

2.2.1 Definizione e misurazione dell'Excess Capital nel risparmio gestito

Ai fini dell'analisi della struttura finanziaria delle SGR, si ribadisce che l'*Excess Capital* può essere definito come la differenza positiva tra il Patrimonio Netto Tangibile (*Tangible Net Asset Value*, TNAV) disponibile e il Patrimonio di Vigilanza minimo richiesto dalle autorità. Per le SGR, tale soglia prudenziale non dipende principalmente dagli attivi ponderati per il rischio (*Risk-Weighted Assets*, RWA), come nelle banche commerciali, ma dal *Fixed Overheads Requirement* (FOR). Ne consegue che ogni dotazione patrimoniale superiore al 25% delle spese fisse dell'esercizio precedente costituisce capitale eccedente: una risorsa non necessaria allo svolgimento dell'attività ordinaria di gestione dei portafogli.

La presenza di *Excess Capital* nello stato patrimoniale di una SGR genera un delicato *trade-off*, il cui equilibrio è essenziale per massimizzare il valore per gli azionisti. Tale dotazione patrimoniale superiore ai minimi regolamentari funge da cuscinetto di sicurezza ed è valutata positivamente da investitori istituzionali, controparti commerciali e autorità di vigilanza, poiché rafforza la percezione di solidità dell'intermediario e la sua

capacità di assorbire shock operativi o brusche riduzioni degli AuM. Inoltre, il capitale eccedente offre al management maggiore flessibilità strategica, consentendo di cogliere opportunità di crescita esterna, come operazioni di M&A, o di affrontare fasi di stress senza ricorrere ad aumenti di capitale o nuovo debito in condizioni sfavorevoli.

Dall'altro lato, la conservazione non giustificata di capitale eccedente può ridurre il valore per gli azionisti, comprimendo progressivamente il *Return on Equity*: la liquidità oltre i requisiti regolamentari, infatti, non viene impiegata nell'attività caratteristica della SGR, che non richiede capitale aggiuntivo per scalare i ricavi commissionali, ma è spesso investita in strumenti molto liquidi e a basso rischio, come titoli di Stato a breve termine o depositi interbancari. Tali impieghi generano rendimenti assimilabili al tasso *risk-free* (R_f), inferiori al costo del capitale proprio.

Poiché il rendimento delle attività prive di rischio è inferiore al costo del capitale proprio (K_e) richiesto dagli azionisti, l'investimento della liquidità eccedente al tasso R_f riduce la redditività complessiva dell'intermediario. In una SGR sovra-capitalizzata, il ROE diventa quindi una media ponderata tra l'elevata redditività dell'attività caratteristica, calcolata sul solo capitale regolamentare assorbito, e il rendimento contenuto della tesoreria investita sul capitale in eccesso: quanto maggiore è l'*Excess Capital*, tanto più il ROE tende verso il tasso *risk-free*, riducendo l'*Economic Value Added* e penalizzando le metriche di redditività alla base dei multipli di mercato¹⁸.

Questa dinamica trova applicazione nella prassi valutativa attraverso il *Dividend Discount Model* rettificato per l'*Excess Capital*. Nel DDM tradizionale, il valore dell'istituzione finanziaria è dato dall'attualizzazione dei dividendi distribuibili mantenendo invariato il

¹⁸ Bagna, E., 2012, *La valutazione delle banche*.

target di capitale regolamentare in ottica *going concern*. In presenza di un surplus patrimoniale iniziale, tuttavia, il modello deve essere corretto per riflettere tale inefficienza: il DDM rettificato assume, sul piano metodologico, la distribuzione immediata dell'intero *Excess Capital* agli azionisti, riportando la società al livello di capitalizzazione ritenuto ottimale. Questa assunzione richiede due rettifiche nella formula valutativa: la prima è che il valore nominale dell'*Excess Capital*, ipotizzato come distribuito immediatamente, viene aggiunto al valore attuale dei dividendi futuri generati dalla gestione caratteristica, mentre la seconda è che tale capitale esce dal perimetro aziendale, la SGR non percepirà più i relativi interessi attivi *risk-free*. Di conseguenza, dai dividendi futuri attesi deve essere sottratta la mancata remunerazione netta dell'*Excess Capital*, pari al prodotto tra capitale eccedente, tasso *risk-free* e complemento a uno dell'aliquota fiscale marginale, attualizzato al costo del capitale proprio¹⁹.

Tale rettifica si rende necessaria poiché i proventi *risk-free* netti persi vengono sottratti dai flussi futuri, ma sono attualizzati a un tasso più elevato, cioè il *Cost of Equity*. Per questo, il loro valore attuale risulta inferiore al valore nominale dell'*Excess Capital* distribuito al tempo zero. La distribuzione del capitale eccedente tende quindi ad aumentare l'*Equity Value* teorico della SGR, mostrando come l'ottimizzazione della struttura patrimoniale e la restituzione della liquidità non operativa possano contribuire alla creazione di valore.

2.2.2 Politiche di distribuzione: Dividendi straordinari vs. Share Buyback

Dimostrata l'inefficienza teorica e pratica del mantenimento di *Excess Capital* in bilancio, il management della SGR deve decidere come restituire la liquidità eccedente agli azionisti. La letteratura finanziaria e la

¹⁹ *Ibidem*

prassi dei mercati individuano due strumenti principali, con effetti diversi su valore intrinseco, fiscalità e percezione degli investitori: il dividendo straordinario, o maxi-dividendo, e il riacquisto di azioni proprie (*share buyback*)^{20, 21}.

Il maxi-dividendo rappresenta lo strumento più tradizionale e diretto per trasferire cassa dalla SGR agli azionisti. In base alla teoria finanziaria di Modigliani-Miller, in un mercato perfetto e privo di attriti, la politica dei dividendi non crea né distrugge valore: il pagamento del dividendo comporta solo uno spostamento di ricchezza, poiché il prezzo dell'azione si riduce per un importo equivalente al dividendo distribuito. Nella realtà dei mercati finanziari, tuttavia, il dividendo straordinario presenta criticità specifiche e rilevanti²².

In primo luogo, il dividendo straordinario presenta un problema di inefficienza fiscale. In molte giurisdizioni, i dividendi in contanti distribuiti a investitori *retail* o a specifiche categorie di fondi sono tassati immediatamente, spesso come reddito ordinario o tramite ritenute alla fonte non recuperabili. Tale imposizione riduce il beneficio netto per l'investitore finale, rendendo il dividendo fiscalmente meno efficiente rispetto a un *capital gain* differito nel tempo²³.

Inoltre, il dividendo straordinario produce effetti rilevanti sul piano della *signaling theory*. Come osserva Damodaran con riferimento agli *sticky dividends*, i mercati tendono ad attendersi dividendi ordinari stabili o in crescita nel tempo; per questo, un maxi-dividendo deve essere comunicato

²⁰ Damodaran, A. (2014). *Applied Corporate Finance* (Fourth Edition). John Wiley & Sons. (Per il riferimento sulle politiche dei dividendi, con focus su sticky dividends, inefficienza fiscale rispetto ai capital gain e rigidità distributiva, che rende i Buyback uno strumento più flessibile).

²¹ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th Edition). McKinsey & Company / John Wiley & Sons. (Per i riferimenti sullo Share Buyback).

²² Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. (2016). *Corporate Valuation. Measuring the Value of Companies in Turbulent Times*. John Wiley & Sons. (Riferimento su struttura del capitale in contesti incerti e strategie di restituzione del capitale agli azionisti).

²³ Damodaran, A. *Op. cit.* p. 54

come evento eccezionale e non ricorrente, evitando che analisti e investitori lo incorporino nelle aspettative di *dividend yield* futuro. Inoltre, distribuzioni straordinarie troppo frequenti possono essere interpretate come segnale di limitate opportunità strategiche, ossia come difficoltà del management a individuare investimenti a Valore Attuale Netto positivo o operazioni di M&A capaci di accrescere le quote di mercato²⁴.

In alternativa al dividendo straordinario, i piani di *share buyback* si sono affermati come uno strumento flessibile per gestire l'*Excess Capital* sotto vari punti di vista: il riacquisto di azioni proprie consiste nell'utilizzare la liquidità eccedente per acquistare sul mercato secondario azioni della stessa SGR, che possono poi essere cancellate, riducendo il capitale sociale, oppure mantenute in portafoglio come *treasury shares*.

Rimane comunque necessario chiarire che il *buyback* non crea valore di per sé solo perché modifica le metriche per azione. Come evidenziato da McKinsey e da autori come Koller, il riacquisto di azioni proprie non aumenta automaticamente il valore operativo dell'impresa: l'*Enterprise Value* della SGR resta invariato; l'*Equity Value* si riduce per l'ammontare di cassa impiegato nel riacquisto, mentre il numero di azioni in circolazione diminuisce. Se il titolo quota al proprio *fair value*, il valore economico della singola azione residua non cambia dopo l'operazione.

L'effetto più evidente del *share buyback* è quindi aritmetico: riducendo il numero di azioni in circolazione, aumentano automaticamente indicatori come *Earnings per Share* e il *Dividend per Share*, a parità di utile netto. Questo incremento non va confuso con la creazione di valore fondamentale, ma può comunque sostenere le quotazioni e rendere il titolo più attraente per investitori orientati a metriche relative²⁵.

²⁴ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D, *Op. cit.* p. 54

²⁵ *Ibidem*

Il *Buyback* crea un valore economico indiretto genuino, che la letteratura finanziaria attribuisce a tre specifiche leve concettuali²⁶.

La prima leva riguarda la riduzione dei costi di agenzia legati al *free cash flow*, secondo la teoria di Michael Jensen²⁷. La restituzione della liquidità eccedente limita la discrezionalità manageriale e riduce il rischio che l'*Excess Capital* venga impiegato in strategie di *empire building*, acquisizioni a prezzi eccessivi, investimenti a basso rendimento o inefficienze operative. In questo modo, il capitale restituito agli azionisti impone maggiore disciplina nell'allocazione delle risorse interne.

La seconda leva è la flessibilità dello strumento: diversamente dai dividendi ordinari, che generano aspettative di continuità, un programma di *buyback* autorizzato dall'assemblea può essere sospeso, modulato, accelerato o interrotto dal Consiglio di Amministrazione in base alle condizioni di mercato o a nuove esigenze di liquidità, senza gli effetti negativi generalmente associati a un *dividend cut*. Questa elasticità è particolarmente rilevante in un settore prociclico come l'*Asset Management*, in cui le oscillazioni dei mercati possono modificare rapidamente AuM e ricavi commissionali.²⁸

La terza leva riguarda il contenuto segnaletico dell'operazione e il relativo vantaggio fiscale: l'annuncio di un *buyback* è spesso interpretato dal mercato, secondo la *signaling theory*, come un segnale di fiducia del management nel valore della società. In presenza di asimmetrie informative, il vertice aziendale comunica implicitamente di ritenere il titolo sottovalutato. Se il riacquisto avviene a un prezzo inferiore al valore intrinseco di lungo periodo, si genera inoltre un trasferimento di ricchezza

²⁶ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L.; *Op. cit.* p. 54.

²⁷ Jensen, M. C. 1986. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*; riferimento sulla teoria dei costi di agenzia del free cash flow e sul ruolo della distribuzione della liquidità in eccesso nel disciplinare il management, limitando empire building e inefficienze allocative.

²⁸ Damodaran, A.; *Op. cit.* p. 54.

dagli azionisti venditori, che cedono a sconto, a quelli rimanenti, la cui quota economica aumenta in misura superiore alla cassa impiegata. Sul piano fiscale, infine, a differenza del dividendo, l'azionista che non vende, non subisce imposizione immediata e beneficia del differimento della tassazione sul *capital gain* fino alla futura cessione volontaria dell'investimento^{29, 30}.

La tabella seguente sintetizza le principali differenze tra dividendo straordinario e *share buyback* nella gestione dell'*Excess Capital*.

Metrica di Analisi	Maxi-Dividendo Straordinario	Share Buyback (Riacquisto Azioni Proprie)
Impatto Meccanico sull'EPS	Nessun impatto sul denominatore (EPS stabile a parità di utile).	Aumento automatico dell'EPS per riduzione del numero di azioni.
Trattamento Fiscale (Azionista)	Tassazione immediata nell'esercizio di percezione del dividendo.	Tassazione differita (nessun impatto per chi detiene; <i>capital gain</i> per chi vende).
Effetto di Signaling	Spesso neutro, talvolta indicativo di assenza di opportunità di crescita interna/esterna.	Segnale forte di confidenza manageriale e percezione di sottovalutazione del titolo.
Flessibilità Esecutiva	Rigidità elevata (impegno vincolante una volta deliberato e staccato).	Flessibilità massima (può essere sospeso o modulato in base alle condizioni di mercato).

²⁹ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D.; *Op. cit.* p. 54.

³⁰ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L.; *Op. cit.* p. 54.

Impatto sui Costi di Agenzia	Riduce l'ammontare di Free Cash Flow a disposizione del management (<i>una tantum</i>).	Riduce il Free Cash Flow, imponendo disciplina nell'allocazione del capitale.
-------------------------------------	---	---

In sintesi, per una SGR strutturalmente *Capital Light*, lo *share buyback* rappresenta uno strumento flessibile ed efficiente per ridurre in modo sistematico l'*Excess Capital*.

2.2.3 Le strategie di Buyback nel mercato italiano dell'Asset Management

Il mercato italiano del risparmio gestito e delle grandi reti di consulenza finanziaria offre una rilevante conferma empirica delle argomentazioni teoriche sviluppate finora. Tra il 2022 e il 2026, i principali operatori nazionali hanno generato consistenti flussi di cassa operativi, sostenuti dalla stabilità delle commissioni ricorrenti e dall'elevata scalabilità dei rispettivi modelli di business. In assenza di proporzionali fabbisogni di investimento strutturale, e in presenza di un framework regolamentare fondato sul FOR che non incentiva l'accumulo passivo di capitale oltre le soglie prudenziali, molte SGR italiane hanno utilizzato sistematicamente lo *share buyback* per ridurre l'*Excess Capital*, difendere il ROE e sostenere le quotazioni di mercato.

L'analisi delle operazioni sul listino milanese conferma la presenza di diverse strategie di *buyback*: da interventi tattici, finalizzati alla stabilizzazione del titolo o al servizio dei piani di remunerazione, fino a programmi più strutturali, orientati a modificare l'assetto del capitale nel lungo periodo. Due casi recenti e rappresentativi sono quelli di *Anima Holding* e, con impatto ancora più significativo, di *Azimut Holding*.

Il primo caso rilevante è *Anima Holding S.p.A.*, tra i principali operatori indipendenti dell'*Asset Management* italiano. Il 21 maggio 2024 la società ha annunciato un programma di acquisto di azioni proprie fino a un massimo di 40 milioni di euro³¹: il piano, eseguito sul mercato tramite intermediari abilitati e nel rispetto del Regolamento MAR, si è concluso il 13 settembre 2024. Nel periodo considerato, la società Anima ha acquistato oltre 8,26 milioni di azioni proprie, pari a circa il 2,59% del capitale sociale, a un prezzo medio ponderato di 4,8382 euro per azione³².

Il caso Anima conferma il *buyback* come strumento di flessibilità tattica. Il comunicato ufficiale indicava infatti più finalità: sostenere la liquidità del titolo, servire piani di incentivazione per management e dipendenti chiave, creare un portafoglio di azioni proprie utilizzabile in operazioni di M&A o alleanze strategiche e, infine, remunerare gli azionisti tramite l'eventuale cancellazione dei titoli riacquistati³³.

L'operazione di Anima si colloca in una fase di forte espansione, culminata nel 2024 con l'acquisizione di Kairos Partners SGR. Il caso mostra che una gestione attiva, anche incisiva, dell'*Excess Capital* tramite *buyback* non ostacola la crescita per linee esterne; al contrario, consente di ottimizzare la struttura patrimoniale e finanziare acquisizioni con la cassa disponibile, senza diluire gli azionisti. La successiva Offerta Pubblica di Acquisto promossa da Banco BPM³⁴ evidenzia inoltre come una struttura del capitale disciplinata e priva di inefficienze di liquidità possa rendere la

³¹ Anima Holding S.p.A. (2024, 21 Maggio). Comunicato Stampa: Avvio programma di acquisto azioni proprie Anima Holding S.p.A. per un controvalore massimo pari a €40 milioni. (Fonte societaria ufficiale che illustra obiettivi quantitativi e motivazioni strategiche del Buyback, tra cui flessibilità tattica, remunerazione degli azionisti e supporto a operazioni di M&A).

³² Anima Holding S.p.A. (2024, 16 Settembre). Comunicato Stampa: Conclusione programma di acquisto di azioni proprie. (Fonte societaria sui risultati finali del piano: 40 mln € investiti per riacquistare 8,26 mln di azioni, pari al 2,59% del capitale sociale della SGR).

³³ Anima Holding S.p.A. (2024, 21 Maggio); *Op. cit.* p. 59.

³⁴ Anima Holding S.p.A. (2024, 16 Settembre); *Op. cit.* p. 54.

società un target più attrattivo e più facilmente valutabile sulla base della sua efficienza operativa.

Un caso ancora più rilevante per dimensione e valenza strategica è quello di Azimut Holding S.p.A., protagonista di una delle più significative operazioni di *capital management* nel risparmio gestito italiano. Il 6 novembre 2025, insieme alla pubblicazione di risultati trimestrali particolarmente positivi, con ricavi in crescita e masse amministrate a livelli record, il Consiglio di Amministrazione ha annunciato l'intenzione di proporre all'assemblea un piano di *share buyback* fino a 500 milioni di euro. Il programma, da realizzarsi in un orizzonte di 18-24 mesi, era finalizzato al riacquisto e alla successiva cancellazione di circa il 10% del capitale sociale della capogruppo³⁵.

La portata del *buyback* di Azimut non risponde solo a una logica di ottimizzazione patrimoniale di breve periodo, ma si inserisce in una fase di profonda trasformazione del gruppo. L'operazione è infatti collegata al piano strategico “*Elevate 2030*” e al progetto di spin-off della nuova rete bancaria e fintech, TNB – Siamo Banca. Dopo le interlocuzioni e le attività ispettive della Banca d'Italia sulle attività del gruppo, il management ha inteso trasmettere al mercato un segnale chiaro di fiducia nella solidità degli AuM e nei fondamentali aziendali.

A rafforzare il contenuto segnaletico dell'operazione, l'Amministratore Delegato e il top management hanno comunicato l'intenzione di acquistare azioni Azimut a titolo personale, parallelamente al riacquisto promosso dalla holding. Tale scelta rappresenta un'applicazione concreta della *signaling theory*: il management segnala fiducia nel valore intrinseco della società e contribuisce ad allineare gli interessi degli agenti, cioè i manager,

³⁵ Azimut Holding S.p.A. (2025, 6 Novembre). Comunicato Stampa: Azimut Holding - strong 9M 2025 results drive new guidance and dividend policy. (Fonte ufficiale sulla proposta di share buyback da 500 milioni di euro, con prevista cancellazione di circa il 10% del capitale azionario, nell'ambito delle iniziative di strategic capital management legate allo spin-off TNB).

con quelli dei principali, ossia gli azionisti, riducendo l'incertezza percepita dal mercato.

L'operazione di Azimut si configura quindi come un intervento trasformativo di *capital management*. La cancellazione di circa il 10% delle azioni in circolazione, insieme al rafforzamento della politica ordinaria dei dividendi e al target di utile netto superiore a un miliardo di euro nel 2026, comprensivo degli effetti della transazione TNB, consente di combinare l'incremento meccanico dell'EPS con una riduzione dell'incertezza informativa³⁶. In un contesto reso volatile dalla complessità regolamentare legata alla nuova entità bancaria, il *maxi-buyback* permette inoltre di assorbire la liquidità eccedente, proteggere il valore per gli azionisti di lungo periodo ed evitare l'impatto fiscale immediato che avrebbe prodotto un dividendo straordinario di pari importo.

La tabella seguente confronta le principali metriche e i driver strategici dei due piani di *buyback* analizzati.

Parametro Analizzato	Anima Holding S.p.A.	Azimut Holding S.p.A.
Periodo di Esecuzione / Annuncio	Maggio 2024 - Settembre 2024	Annunciato Novembre 2025 (orizzonte 18-24 mesi)
Controvalore Finanziario (Max)	40 milioni di Euro	500 milioni di Euro
Impatto sul Capitale Sociale	~ 2,59% delle azioni in circolazione	~ 10,00% delle azioni in circolazione

³⁶ Websim (2025, 7 Novembre). Azimut - Annunciato buyback da 500 milioni di euro. (Report sull'effetto segnaletico del Buyback, rafforzato da assicurazioni del management e acquisti personali durante la volatilità legata al progetto TNB Siamo Banca).

Destinazione Principale delle Azioni	Piani incentivazione, M&A (moneta di scambio), liquidità, possibile cancellazione.	Cancellazione diretta per accrescimento strutturale del valore azionario.
Contesto Strategico Sottostante	Integrazione <i>boutique</i> Kairos; preludio all'OPA lanciata da Banco BPM.	Piano "Elevate 2030" e approvazioni regolamentari per lo spin-off della rete TNB (Siamo Banca).
Motivazione Comunicata (Signaling)	Flessibilità tattica e ritenzione del talento interno in una fase di consolidamento M&A.	Forte confidenza nei fondamentali di lungo periodo e riposizionamento dei multipli storici.

Sintesi comparativa dei piani di Share Buyback analizzati nel mercato dell'Asset Management italiano (2024-2025).

L'analisi dei casi esaminati conferma che il *Dividend Discount Model* rettificato per l'*Excess Capital* non rappresenta un mero esercizio teorico, ma trova riscontro concreto nelle strategie adottate dai consigli di amministrazione. Le SGR italiane più efficienti, una volta soddisfatto il *Fixed Overheads Requirement* e in assenza di impieghi organici o finanziari capaci di assorbire tutta la cassa generata senza comprimere il ROE, ricorrono sempre più spesso a piani di *share buyback*. Nel modello *Capital Light* del risparmio gestito, tale strumento si conferma quindi una leva razionale per ottimizzare la struttura patrimoniale e restituire valore agli azionisti.

2.3 Stima del costo del capitale (K_e) e scomposizione del rischio

2.3.1 Il framework del CAPM e le specificità del settore del risparmio gestito

Nell'ambito dell'impostazione valutativa basata sui flussi di cassa, e in particolare del *Dividend Discount Model* motivato nei paragrafi precedenti, la scelta del tasso di attualizzazione assume un ruolo centrale: deve esprimere il rendimento minimo richiesto dagli azionisti, ossia il *Cost of Equity*, K_e , in funzione del rischio sistematico sostenuto detenendo il titolo in portafoglio³⁷. Il riferimento teorico più consolidato in dottrina e nella prassi professionale per stimare il K_e è il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), sviluppato da Sharpe, Lintner e Mossin³⁸. Il modello assume una relazione lineare tra il rendimento atteso di un'attività finanziaria e il relativo rischio non diversificabile, rappresentata dalla seguente equazione fondamentale:

$$K_e = R_f + \beta \times (E(R_m) - R_f)$$

L'applicazione di questo impianto teorico alla valutazione degli intermediari finanziari, e in particolare delle Società di Gestione del Risparmio (SGR), richiede però un'attenta contestualizzazione delle sue principali variabili: il tasso privo di rischio (R_f), il premio per il rischio azionario ($ERP = E(R_m) - R_f$) e, soprattutto, il coefficiente Beta (β).

Con riferimento al tasso privo di rischio (R_f), la letteratura sulla valutazione delle istituzioni finanziarie evidenzia come la scelta di questo parametro sia tutt'altro che immediata, soprattutto in fasi di turbolenza macroeconomica³⁹. E. Bagna (2012) osserva che l'utilizzo dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali, come il BTP decennale italiano, può

³⁷ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 7th Edition. McKinsey & Company.

³⁸ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2019). *Principles of Corporate Finance*, 13th.

³⁹ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*.

sovrastimare il costo del capitale, poiché incorpora anche il rischio sovrano del Paese emittente⁴⁰. Al contrario, il ricorso a titoli governativi considerati beni rifugio, come il Bund tedesco, può sottostimare il Ke , dato che i relativi rendimenti sono spesso compressi da premi di liquidità legati a fenomeni di *flight to quality*⁴¹. Per attenuare tali distorsioni, la prassi valutativa più rigorosa tende quindi a utilizzare i tassi *Interest Rate Swap* (IRS) di lungo periodo, ritenuti una proxy più neutrale del puro valore temporale del denaro.

In coerenza con la scelta del tasso privo di rischio, l'*Equity Risk Premium* (ERP) deve essere calibrato sull'area geografica e sul mercato di riferimento in cui la SGR distribuisce i propri prodotti e investe le masse gestite⁴². Un intermediario con raccolta pan-europea richiede quindi un ERP continentale, così da evitare incoerenze metodologiche tra le fonti di rischio considerate e le effettive aree di esposizione commerciale.

Il nodo analitico centrale nella stima del costo del capitale per l'*Asset Management* viene rappresentato dalla determinazione e dall'interpretazione del coefficiente Beta. Nel caso delle SGR, il Beta non è soltanto un parametro statistico che misura la covarianza storica dei rendimenti azionari, ma diventa un indicatore del modello di business dell'intermediario. Il rischio sistematico di una SGR è infatti strettamente legato alle oscillazioni dei mercati finanziari globali, poiché tali variazioni incidono direttamente sulla formazione dei ricavi.

Come evidenziato da E. Bagna (2012), il rischio di business nel risparmio gestito dipende dalla ciclicità dei ricavi, a loro volta determinati dall'andamento delle masse gestite (*Assets under Management, AuM*) e dai mercati in cui esse sono investite. Le SGR generano il proprio fatturato

⁴⁰ Bagna, E. (2012). *La Valutazione delle Banche*.

⁴¹ Grabowski, R. J., & Pratt, S. P. (2010). *Cost of Capital: Applications and Examples*, 4th Edition. John Wiley & Sons, come citato in Bagna, E. (2012), *La Valutazione delle Banche*.

⁴² Damodaran, A., *Op. cit.* p. 64.

principale attraverso le commissioni di gestione, calcolate applicando un'aliquota percentuale alle masse medie amministrate. Di conseguenza, una contrazione dei mercati finanziari riduce immediatamente il valore degli *AuM* tramite il cosiddetto “effetto mercato”, comprimendo la base di calcolo delle commissioni e quindi i ricavi, prima ancora che eventuali riscatti della clientela producano un ulteriore “effetto clientela”⁴³.

La volatilità e l'esposizione dei ricavi risultano ulteriormente accentuate dalle commissioni di performance. Queste presentano un profilo di *payoff* fortemente asimmetrico: nei mercati favorevoli la SGR può incassare ricavi straordinari al superamento di benchmark o *high-water mark*; nelle fasi avverse, invece, tali commissioni tendono ad azzerarsi⁴⁴. La loro natura opzionale amplifica quindi l'esposizione della società ai cicli di mercato.

Riprendendo le argomentazioni di Fuller e Kerr (1981) sulla stima del costo del capitale divisionale mediante la tecnica dei *pure-play*, E. Bagna evidenzia che il rischio, e quindi il Beta, di una SGR non è un dato unitario, ma dipende dall'*asset class mix* del portafoglio prodotti⁴⁵. La SGR può quindi essere scomposta nelle principali aree di business — gestione azionaria, obbligazionaria/monetaria e fondi alternativi. In base alla proprietà di additività del Beta, il rischio sistematico complessivo dell'intermediario (β_{SGR}) può essere stimato come media ponderata dei Beta di domanda delle singole divisioni (β_j), utilizzando come pesi (w_j) l'incidenza degli *AuM* di ciascuna area sul totale delle masse:

$$\beta_{SGR} = \sum_{j=1}^n (w_j \times \beta_j)$$

⁴³ Bagna, E. (2012), *op. cit.* p. 64

⁴⁴ Bagna, E. (2012), *op. cit.* p. 64: "Alla presenza per i fondi azionari e per i fondi alternativi di commissioni di performance (in genere assenti per i fondi obbligazionari) [...] caratterizzate da un'elevata volatilità (in alcuni anni possono essere addirittura assenti)".

⁴⁵ Fuller, R. J., & Kerr, H. S. (1981). *Estimating the Divisional Cost of Capital: An Analysis of the Pure-Play Technique* (approccio applicato al settore dell'asset management da E. Bagna)

Le società con un portafoglio fortemente orientato a fondi azionari (*equity*) o alternativi, come *hedge funds* e *private equity*, tendono a presentare Beta più elevati. Tale maggiore rischiosità deriva sia dalla più alta volatilità dei mercati azionari rispetto al reddito fisso, sia dal peso più rilevante delle già citate *performance fees* nei prodotti *equity-driven*. Al contrario, un intermediario focalizzato su fondi monetari e obbligazionari mostra ricavi più stabili e, quindi, un rischio sistematico di base più contenuto.⁴⁶

La tabella seguente sintetizza l'incidenza delle principali determinanti di rischio sulle diverse asset class gestite:

Determinante di Rischio	Fondi Obbligazionari /Monetari	Fondi Azionari (Equity)	Fondi Alternativi
Volatilità del sottostante	Contenuta	Elevata	Molto Elevata
Effetto Mercato sugli AuM	Basso/ Moderato	Alto	Alto
Incidenza Performance Fees	Bassa/Nulla	Moderata/Alta	Massima (es. <i>Carried Interest</i>)
Ciclicità dei Ricavi	Stabile	Fortemente pro-ciclica	Fortemente asimmetrica
Beta Divisionale Atteso	Basso ($\beta < 1$)	Allineato al mercato ($\beta \approx 1$)	Elevato ($\beta > 1$)

⁴⁶ E. Bagna, *op. cit.* p. 64

In sintesi, il mercato valuta una SGR anche in funzione della composizione dei suoi AuM: quanto maggiore è il peso di asset class azionarie e alternative, tanto più elevata è la sensibilità dei ricavi alle oscillazioni dei mercati globali. Ciò giustifica un K_e più alto richiesto dagli azionisti.

2.3.2 Il Modello di Mandelker e Rhee (1984): scorporare la leva operativa

Sebbene il CAPM offra una misura sintetica ed esterna del rischio sistematico percepito dal mercato, non ne chiarisce le determinanti contabili ed economiche interne. Il Beta rappresenta quindi una variabile di risultato. Per comprenderne l'origine occorre ricorrere ai modelli avanzati di finanza aziendale dedicati alla sua scomposizione. In questo ambito, il principale riferimento dottrinale è il modello sviluppato da Gershon Mandelker e S. Ghon Rhee nel 1984, che consente di isolare, sul piano matematico e concettuale, le componenti strutturali del rischio⁴⁷.

Fino all'inizio degli anni Ottanta, gli studi pionieristici di Hamada (1972) e Rubinstein (1973) avevano ampiamente dimostrato il legame tra la struttura del capitale e il rischio sistematico, evidenziando come l'introduzione di debito finanziario incrementasse la volatilità dei rendimenti azionari⁴⁸. D'altro canto, l'impianto di Hamada si limitava a depurare il Beta dell'effetto della leva finanziaria (Unlevered Beta), confinando l'intera struttura dei costi operativi in un generico "rischio di business" non ulteriormente disaggregato.

Il superamento di tale limite è attribuibile a Mandelker e Rhee, i quali mostrano che il rischio sistematico del capitale proprio — ossia il Beta

⁴⁷ Mandelker, G. N., & Rhee, S. G. (1984). *The Impact of the Degrees of Operating and Financial Leverage on Systematic Risk of Common Stock*.

⁴⁸ Hamada, R. S. (1972). The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks; E Rubinstein, M. E. (1973). *A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory*.

azionario o *Levered Beta* — deriva dall'interazione di tre componenti distinte: rischio intrinseco di business, o rischio di domanda, rischio operativo e rischio finanziario⁴⁹.

Il nucleo teorico della loro trattazione si sostanzia nella formalizzazione di una logica per lo più moltiplicativa: il Beta dell'equity (β_E) può essere rappresentato come l'amplificazione del rischio macroeconomico di base attraverso due lenti di ingrandimento: il Grado di Leva Operativa (*Degree of Operating Leverage* – *DOL*) e il Grado di Leva Finanziaria (*Degree of Financial Leverage* – *DFL*).

L'equazione concettuale di base che riassume tale disaggregazione è la seguente:

$$\beta_E = \beta_{intrinseco} \times DOL \times DFL$$

Il primo fattore, il rischio intrinseco di business ($\beta_{intrinseco}$), esprime l'esposizione fondamentale dell'impresa al ciclo economico. In termini teorici, esso misura il Beta di un'azienda priva di costi fissi, sia operativi sia finanziari, i cui costi variano in perfetta proporzione ai ricavi⁵⁰. In tale scenario, con $DOL = 1$ e $DFL = 1$, il rischio per gli azionisti dipende esclusivamente dall'incertezza sui volumi di vendita e sui prezzi applicati, ossia dalla covarianza tra fatturato aziendale e rendimento del portafoglio di mercato.

Il secondo fattore, il Grado di Leva Operativa (*DOL*), misura il rischio operativo. Esso indica l'elasticità dell'EBIT rispetto alle variazioni del fatturato e deriva dalla presenza di costi fissi strutturali — come ammortamenti, infrastrutture, personale amministrativo o funzioni di *headquarter* — che non variano al modificarsi dei ricavi⁵¹. Una struttura

⁴⁹ Mandelker, G. N., & Rhee, S. G. (1984); gli autori specificano che il rischio sistematico azionario equivale alla moltiplicazione del rischio intrinseco di business (unlevered sia operativamente che finanziariamente) per il DOL e il DFL.

⁵⁰ Mandelker, G. N., & Rhee, S. G. (1984), *op. cit.* p. 67

⁵¹ Berk, J., & DeMarzo, P. (2019). *Corporate Finance*, 5th Edition

con elevati costi fissi fa sì che variazioni anche contenute dei ricavi producano effetti più che proporzionali sui margini operativi: ad esempio, con un *DOL* pari a 3, una riduzione dei ricavi del 10% determina una contrazione dell'*EBIT* del 30%. Il *DOL* agisce quindi come moltiplicatore del rischio di domanda, trasferendo la ciclicità delle vendite sull'*EBIT* con intensità amplificata⁵².

Il terzo fattore, il Grado di Leva Finanziaria (*DFL*), misura il rischio finanziario. Analogamente al *DOL*, il *DFL* esprime l'elasticità dell'utile netto, o dell'utile per azione (*EPS*), rispetto alle variazioni dell'*EBIT*⁵³. La leva finanziaria nasce dalla presenza di oneri finanziari fissi, legati alla scelta del management di finanziare l'attivo tramite debito anziché capitale proprio⁵⁴. Poiché gli interessi passivi non variano con le performance operative, essi comprimono rigidamente il margine ante imposte. Di conseguenza, ogni variazione dell'*EBIT* subisce un'ulteriore amplificazione prima di riflettersi sul risultato netto spettante agli azionisti.

La tabella seguente sintetizza l'effetto a cascata teorizzato da Mandelker e Rhee, mostrando come i rischi si amplifichino progressivamente lungo il conto economico aziendale:

Livello di conto economico	Variabile indipendente	Variabile dipendente	Moltiplicatore del rischio	Significato finanziario
Macroeconomia	Andamento del mercato	Ricavi di vendita	$\beta_{\text{intrinseco}}$	Rischio di base legato alla

⁵² Lev, B. (1974). *On the Association between Operating Leverage and Risk*

⁵³ Gahlon, J. M., & Gentry, J. A. (1982). *On the Relationship between Systematic Risk and the Degrees of Operating and Financial Leverage*.

⁵⁴ Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*.

				domanda e al ciclo economico.
Gestione operativa	Ricavi di vendita	Reddito operativo (EBIT)	DOL (leva operativa)	Amplifica il rischio per effetto della rigidità dei costi fissi operativi.
Gestione finanziaria	Reddito operativo (EBIT)	Utile netto	DFL (leva finanziaria)	Amplifica il rischio per effetto degli oneri finanziari fissi.

Il contributo dottrinale di *Mandelker e Rhee* consiste nell'aver dimostrato empiricamente che i mercati azionari incorporano nelle valutazioni le leve contabili delle imprese. Un investitore razionale, consapevole che elevati livelli di *DOL* e *DFL* possono amplificare la caduta dell'utile per azione in caso di recessione, richiederà, coerentemente con il *CAPM*, un premio per il rischio azionario più elevato. Il modello mostra quindi che il Beta osservato sul mercato non è una variabile casuale, ma la sintesi delle scelte manageriali relative alla struttura dei costi operativi e alla struttura finanziaria⁵⁵.

2.3.3 L'impatto della struttura dei costi sul Beta e sul Costo del Capitale

Giunti a questo punto dell'analisi, è possibile integrare la prospettiva settoriale del rischio delle SGR, sviluppata sulla base di Bagna (2012), con

⁵⁵ Mandelker, G. N., & Rhee, S. G. (1984), *op. cit.* p. 67.

il modello di scomposizione analitica proposto da Mandelker e Rhee (1984). L'obiettivo è mostrare con maggiore precisione perché l'attività di Asset Management sia storicamente associata a Costi del Capitale (K_e) elevati. Per farlo, è necessario applicare i concetti di DOL e DFL al paradigma dell'intermediario Capital Light, già delineato nei paragrafi precedenti.

Seguendo la logica moltiplicativa del rischio ($\beta_E = \beta_{intrinseco} \times DOL \times DFL$), occorre anzitutto neutralizzare la componente finanziaria. Come già discusso, la SGR si distingue strutturalmente dalla banca commerciale: non svolge intermediazione creditizia né trasformazione delle scadenze e, di conseguenza, l'assorbimento di capitale regolamentare resta limitato alla copertura dei rischi operativi. Inoltre, data la rigidità dei costi e la volatilità dei ricavi, le SGR tendono a mantenere livelli di indebitamento prossimi allo zero. Un ricorso stabile al debito finanziario esporrebbe infatti la società al rischio di tensioni di liquidità qualora un brusco calo dei mercati riducesse in modo significativo AuM e ricavi commissionali. L'assenza quasi totale di funding oneroso, cioè di debito fruttifero di interessi passivi, implica quindi che il Grado di Leva Finanziaria (DFL) sia sostanzialmente nullo o, più correttamente, che il relativo moltiplicatore converga verso l'unità ($DFL \approx 1$)⁵⁶.

Se il rischio finanziario è di fatto neutralizzato ($DFL = 1$), l'elevato Beta osservato sul mercato per le società quotate del risparmio gestito deve quindi trovare origine nella parte alta del conto economico, ossia nella leva operativa.

Nel modello *Capital Light*, la snellezza dello stato patrimoniale si accompagna a un conto economico caratterizzato da una forte asimmetria strutturale. mentre i ricavi — prevalentemente *management fees* calcolate

⁵⁶ Bagna, E. (2012), *op. cit.* p. 64.

in percentuale sugli AuM — sono flessibili e quasi immediatamente indicizzati all’andamento dei mercati finanziari globali, i costi caratteristici presentano un’elevata rigidità. Come ampiamente analizzato nel Paragrafo 1.4.1, la SGR sostiene infatti rilevanti costi strutturali e incompressibili nel breve periodo, concentrati prevalentemente nella remunerazione del personale qualificato, nelle infrastrutture IT e negli oneri di compliance. Questa intrinseca rigidità della base di costo, combinata con la forte pro-ciclicità dei ricavi commissionali, accresce significativamente il Grado di Leva Operativa (DOL).

Per chiarire tale dinamica, si propone una simulazione stilizzata che confronta due scenari macroeconomici: uno scenario “Base” e uno scenario di “Stress”, caratterizzato da un improvviso sell-off del mercato azionario globale del 20%.

Voce di Conto Economico	Scenario Base (Indice Mkt = 100)	Scenario Stress (Indice Mkt = 80)	Variazione %
Masse Gestite (AuM)	€ 10.000.000	€ 8.000.000	- 20%
Ricavi (Management fee: 1%)	€ 100.000	€ 80.000	- 20%
Costi Fissi (Personale, IT, ecc.)	€ 60.000	€ 60.000	0%
Costi Variabili (marginali)	€ 10.000	€ 8.000	- 20%

Reddito Operativo (EBIT)	€ 30.000	€ 12.000	- 60%
---------------------------------	-----------------	-----------------	--------------

Come mostra la simulazione, una contrazione del mercato del 20% si riflette sui ricavi nella stessa misura. Ma, poiché i costi variabili sono limitati e i costi fissi restano invariati a 60.000 €, l'EBIT non diminuisce del 20%, ma si riduce del 60%, passando da 30.000 a 12.000 €. Applicando la formula analitica: $DOL = \frac{\Delta\%EBIT}{\Delta\%Ricavi} = \frac{-60\%}{-20\%} = 3$.

Un DOL pari a 3 segnala un'elevata esposizione al rischio operativo. Nel modello di *Mandelker e Rhee*, tale leva amplifica il rischio intrinseco del portafoglio — già elevato, secondo E. Bagna, nei comparti Equity e Alternativi — aumentando la volatilità prima della formazione dell'utile residuale per l'azionista⁵⁷. Ne deriva che, anche con un DFL unitario, un DOL così marcato tende ad accrescere sensibilmente il Beta azionario.

Questa dinamica si riflette direttamente sul Costo del Capitale (K_e). Gli investitori, osservando la maggiore fragilità degli utili di una SGR negli scenari ribassisti — dovuta alla difficoltà di ridurre rapidamente i costi fissi per proteggere i margini — richiedono un premio per il rischio più elevato⁵⁸. Nel CAPM, il Beta amplificato dalla leva operativa si traduce quindi in un *Cost of Equity* più oneroso.

Questo inquadramento dottrinale chiarisce anche la razionalità delle politiche distributive richiamate nel paragrafo precedente. Poiché il tasso di attualizzazione (K_e) risulta elevato, il mantenimento in azienda di *Excess Capital* — cioè capitale eccedente i limiti prudenziali legati alla

⁵⁷ Mandelker, G. N., & Rhee, S. G. (1984). *op. cit.* p. 67. Applicazione della teoria del DOL per decifrare l'incremento di Beta azionario derivante dall'incomprimibilità dei costi strutturali.

⁵⁸ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*.

copertura del rischio operativo — può ostacolare la creazione di valore⁵⁹. Per generare valore netto (*Economic Value Added*), infatti, la liquidità trattenuta dovrebbe essere reinvestita in progetti con rendimenti superiori al costo del capitale proprio. Ciò nonostante, in un modello *Capital Light* maturo, le opportunità di investimento marginale con rendimenti così elevati sono generalmente limitate. Ne deriva che l'ottimizzazione del capitale tende a richiedere la restituzione dell'*Excess Capital* agli azionisti, tramite dividendi straordinari o programmi di *share buyback*, evitando che il capitale inutilizzato riduca il valore complessivo dell'intermediario.

2.4 Multipli di mercato: l'approccio relativo

2.4.1 La complementarità degli approcci valutativi e i limiti del P/E

Nella valutazione d'azienda, la stima del valore intrinseco rappresenta il punto centrale dell'analisi finanziaria. Come illustrato nei paragrafi precedenti, le caratteristiche strutturali delle SGR — modello *capital light* e requisiti patrimoniali normativi contenuti — rendono il DDM la metodologia assoluta più coerente. Integrato con la distribuzione dell'*Excess Capital* e con un costo del capitale (K_e) stimato attraverso la scomposizione dei rischi sistematici, il DDM consente di stimare in modo rigoroso il valore attuale dei flussi effettivamente distribuibili agli azionisti.

Una valutazione fondamentale, anche se sofisticata, non possa prescindere dal confronto con le dinamiche del mercato dei capitali. *Intrinsic valuation* e *relative valuation* non sono quindi approcci alternativi, ma

⁵⁹ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2019). *Principles of Corporate Finance*. L'analisi del costo opportunità del capitale trattenuto evidenzia la distruzione di valore in assenza di progetti con Valore Attuale Netto (VAN) positivo, confermando la necessità del pay-out.

complementari⁶⁰. Il primo assume che il mercato possa commettere errori di prezzo nel breve periodo, destinati a correggersi nel tempo con l'emergere di nuove informazioni; il secondo, invece, parte dall'idea che il mercato, nel suo complesso, prezzi correttamente le attività finanziarie, pur potendo generare inefficienze sui singoli titoli⁶¹. Affiancare i multipli di mercato al DDM consente quindi di calibrare la valutazione: il metodo assoluto misura il valore generato dai flussi, mentre quello relativo verifica quanto gli investitori siano disposti a pagare, in un dato momento, per quel valore. I multipli incorporano rapidamente variabili macroeconomiche, premi di liquidità, sentiment degli investitori e aspettative di crescita settoriale, e fungono da controllo di coerenza dei risultati ottenuti tramite attualizzazione⁶².

Pur essendo necessario, l'approccio relativo richiede nel settore dell'*Asset Management* una revisione critica delle metriche comunemente usate nei comparti industriali. Il multiplo P/E presenta infatti limiti strutturali che rendono l'utilizzo diretto poco adatto. Il problema non risiede nella formula del multiplo, ma nell'instabilità del suo denominatore: l'utile netto delle SGR⁶³.

L'instabilità reddituale delle SGR deriva dalla combinazione di fattori interni ed esterni che amplificano la volatilità dell'utile netto. In primo luogo, i ricavi, costituiti soprattutto da *management fees*, sono calcolati come percentuale delle masse gestite, che variano quotidianamente. Tali variazioni dipendono non solo dalla capacità commerciale di attrarre

⁶⁰ A. Damodaran (2002), *Investment Valuation*. Distingue i modelli assoluti, orientati a stimare flussi di cassa, crescita e rischio, dai modelli relativi, che assumono la correttezza media del mercato e valorizzano l'impresa tramite asset comparabili.

⁶¹ T. Koller, M. Goedhart e D. Wessels (2010), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*

⁶² M. Massari, G. Gianfrate e L. Zanetti (2014), *Corporate Valuation: Measuring the Value of Companies in Turbulent Times*.

⁶³ Nelle istituzioni finanziarie, il P/E è limitato dalle specificità di bilancio: sovrapposizione tra ricavi operativi e flussi finanziari e volatilità dell'utile, che rende difficile distinguere rischio operativo e patrimoniale

raccolta netta, ma soprattutto dall'andamento dei mercati finanziari⁶⁴. Ne deriva un *Market Beta* implicito nei ricavi: nelle fasi di mercato favorevoli, gli AuM aumentano per effetto della rivalutazione degli asset, accrescendo le commissioni senza un corrispondente incremento dello sforzo operativo. Poiché la struttura dei costi è prevalentemente fissa, l'aumento dei ricavi si trasferisce in misura più che proporzionale sull'utile netto. Di conseguenza, al picco del ciclo espansivo, l'EPS può raggiungere livelli eccezionali, comprimendo meccanicamente il P/E. Un analista potrebbe quindi interpretare un P/E basso come segnale di sottovalutazione, ignorando che gli utili sono temporaneamente sostenuti dal ciclo e potrebbero ridursi bruscamente in caso di correzione dei mercati⁶⁵.

In secondo luogo, il P/E è ulteriormente distorto dalle commissioni di performance, ricavi fortemente asimmetrici e opzionali. Le SGR le incassano solo quando i fondi superano un benchmark, un *hurdle rate* o recuperano le perdite pregresse oltre l'*high-water mark*. Queste commissioni non si distribuiscono quindi in modo lineare nel tempo: possono concentrarsi in anni di forte performance positiva, aumentando sensibilmente l'utile netto ordinario, per poi azzerarsi nelle fasi di stagnazione o ribasso dei mercati⁶⁶.

Questa asimmetria incide in modo significativo sul denominatore del P/E. Utilizzando un P/E *trailing*, basato sugli utili degli ultimi dodici mesi, si rischia di capitalizzare un picco di performance fees difficilmente ripetibile. Al contrario, un P/E *forward* calcolato in un anno di attesa debolezza dei mercati può aumentare eccessivamente per effetto del calo

⁶⁴ Le commissioni di gestione sono calcolate sul valore giornaliero o periodico degli OICR; il "Market Beta" dei ricavi trasferisce così gli scostamenti dei mercati alla top-line della società.

⁶⁵ L'elevata leva operativa, legata ai costi fissi di gestione e conformità, amplifica gli effetti dei mercati: un calo del 10% di AuM e management fees può ridurre l'utile operativo del 20-30%, distorcendo il P/E storico.

⁶⁶ Le performance fees emergono soprattutto al superamento dell'*high-water mark*; la loro natura asimmetrica genera picchi di redditività spesso non replicabili.

atteso degli utili, facendo apparire la SGR irragionevolmente costosa. Per rendere il P/E più attendibile, l'analista dovrebbe normalizzare l'utile, stimando un livello di regime delle commissioni di performance, neutralizzando l'effetto mercato sulle management fees e rettificando l'impatto della leva operativa. Tuttavia, un simile livello di aggiustamento riduce proprio i principali vantaggi dei multipli: semplicità, oggettività e immediata comparabilità.

Alla luce di queste criticità, l'uso diretto del *Price-to-Earnings* nel risparmio gestito risulta poco affidabile. La prassi valutativa più avanzata richiede quindi di privilegiare multipli settoriali specifici, meno dipendenti dall'utile netto di breve periodo e più capaci di isolare i veri driver di valore del modello di business.

2.4.2 I multipli settoriali specifici: Price-to-AuM e EV/EBITDA

Per ridurre la pro-ciclicità e la volatilità dei multipli reddituali tradizionali, sono state sviluppate metriche più coerenti con le caratteristiche dell'*Asset Management*. L'analisi relativa si sposta così dallo stato patrimoniale e dai livelli finali del conto economico verso grandezze più stabili e rappresentative, concentrandosi su due multipli principali: EV/EBITDA e, soprattutto, Price-to-AuM.

Il multiplo EV/EBITDA rappresenta un primo strumento di stabilizzazione contabile⁶⁷. Pur restando esposto alla variabilità dei ricavi, perché l'EBITDA dipende comunque dai volumi commissionali e dalle eventuali performance fees, questo indicatore neutralizza l'effetto delle politiche di bilancio, delle differenze fiscali tra Paesi e, soprattutto, degli ammortamenti. Tale aspetto è particolarmente rilevante nel risparmio gestito, settore spesso interessato da operazioni di M&A. Le SGR cresciute per acquisizioni iscrivono infatti rilevanti *intangibile assets*,

⁶⁷ Il rapporto EV/EBITDA attenua l'effetto degli ammortamenti, spesso influenzati da precedenti operazioni di M&A, e rende più comparabile l'uso della leva finanziaria.

come contratti di mandato, customer relationships e avviamento, derivanti dalla Purchase Price Allocation. I relativi ammortamenti riducono l'utile netto contabile, aumentano il P/E, e rendono meno comparabili tali società rispetto a quelle cresciute organicamente. L'EBITDA, riportando l'analisi alla generazione di cassa operativa prima delle componenti non monetarie, migliora la comparabilità e misura in modo più fedele l'efficienza industriale della fabbrica prodotto⁶⁸.

Nonostante ciò, l'EV/EBITDA resta una metrica imperfetta, perché misura un flusso e non lo stock di ricchezza che lo genera. La metrica più adatta alla valutazione dell'*Asset Management* è quindi il Price-to-AuM. Questo multiplo, calcolato come rapporto tra capitalizzazione di mercato, o Equity Value implicito in una transazione privata, e totale degli AuM, segna un cambio di prospettiva: non si valuta l'utile di un singolo esercizio, spesso volatile, ma la base patrimoniale fiduciaria su cui la SGR costruisce i propri ricavi futuri.

La solidità teorica del Price-to-AuM trova una formalizzazione rigorosa nel contributo di Emanuel Bagna sulle *value maps* applicate al risparmio gestito. Secondo questa impostazione, l'*Asset Management* non crea valore assumendo rischio di credito o impiegando capitale proprio in misura significativa, come avviene nel banking o nel trading book, ma attraverso la gestione fiduciaria di patrimoni di terzi⁶⁹. Gli AuM non sono quindi una semplice grandezza statistica, ma rappresentano la vera materia prima e il principale driver di valore del business.

L'approccio Price-to-AuM consente di depurare la valutazione da distorsioni temporanee. Valutare una SGR sulle masse significa stimare il

⁶⁸ Al netto dei PPA su asset immateriali post-acquisizione, l'EBITDA misura i flussi core dell'intermediario, pur con limiti.

⁶⁹ E. Bagna (2012), *La Valutazione delle Banche*; illustra l'uso dei multipli sulle masse in gestione, evidenziando che l'asset management assorbe poco capitale di vigilanza e concentra la valutazione sui redditi netti generati dai patrimoni fiduciari.

valore del suo *franchise*, la resilienza dei mandati, il pricing power del brand e l'efficacia della rete distributiva. Questo multiplo richiede però cautela: applicare in modo meccanico un Price-to-AuM medio o mediano a SGR eterogenee può essere fuorviante⁷⁰. Non tutti gli AuM hanno infatti la stessa qualità né la stessa capacità di generare cassa. Un miliardo investito in fondi monetari o obbligazionari a breve termine per clienti istituzionali produce margini molto inferiori e presenta un rischio di riscatto diverso rispetto a un miliardo investito in fondi azionari o alternative investments destinati alla clientela retail.

Per superare questa disomogeneità, la dottrina introduce le *value maps*. Si tratta di regressioni econometriche in cui il multiplo osservato, come Price-to-AuM o Avviamento/AuM, è spiegato da variabili fondamentali capaci di giustificarne la dispersione tra società comparabili⁷¹. Nel risparmio gestito, tali mappe mostrano che il multiplo applicato alle masse è direttamente collegato alla redditività intrinseca degli AuM⁷².

La redditività degli AuM è misurata dal margine netto, spesso espresso in punti base, calcolato rapportando i redditi della gestione caratteristica al patrimonio gestito, al netto delle retrocessioni alle reti distributive e dei costi operativi. In questa prospettiva, il Price-to-AuM non è un semplice rapporto statistico, ma una formula di capitalizzazione: il multiplo teorico dipende dal margine percentuale sulle masse, dal payout e dal tasso di

⁷⁰ *Ibidem*; si evidenzia che i multipli mediani sugli AuM vanno usati con cautela: il valore delle masse dipende da mix d'investimento e commissioni medie

⁷¹ La value map (E. Bagna, 2012) è una regressione che spiega la dispersione dei multipli di borsa tramite un driver fondamentale, correggendo l'analisi per le specificità delle singole imprese.

⁷² Nelle value maps AuM-based per le SGR, la redditività delle masse (Utile netto / AuM) è la principale variabile indipendente, poiché neutralizza le distorsioni del diverso business mix.

capitalizzazione, pari alla differenza tra costo del capitale e crescita attesa, cioè $Ke - g$ ⁷³.

L'uso delle *value maps* basate sugli AuM permette quindi di andare oltre il semplice confronto tra *peer*. La regressione consente di isolare il premio o lo sconto che il mercato attribuisce agli intangibili della singola SGR a parità di redditività. Tra questi, il più rilevante è la *stickiness* delle masse. Un Price-to-AuM superiore alla retta di regressione indica che gli investitori attribuiscono alla società una maggiore capacità di trattenere la clientela rispetto alla media del settore. Ciò accade spesso nelle SGR integrate in grandi gruppi bancari o dotate di reti captive, dove il rischio di deflusso dei capitali è ridotto dalla forza del rapporto con il cliente e dall'inerzia del canale distributivo.

Passare quindi dall'utile alle masse tramite il Price-to-AuM non è una scelta semplice e pratica, ma riflette il paradigma valutativo più coerente per l'*Asset Management*. Il valore della SGR non risiede principalmente nel bilancio, ma nella stabilità dei patrimoni amministrati, nella fedeltà della clientela e nella solidità della rete distributiva. Questo principio diventa decisivo quando si passa dall'analisi dei prezzi di Borsa ai valori effettivamente pagati nelle operazioni di controllo societario.

2.4.3 I multipli impliciti nelle grandi operazioni di M&A nel risparmio gestito

La solidità di un impianto teorico si misura anche nella sua capacità di trovare conferma nella prassi. Applicare le *value maps* e il Price-to-AuM alla valutazione delle SGR significa quindi osservare come operatori industriali informati, razionali e orientati alla creazione di valore prezzino

⁷³ E. Bagna (2012) mostra che, dividendo per gli AuM la formula classica del DDM ($Value = Utile \times \frac{Payout}{Ke - g}$), il Price-to-AuM equivale alla redditività delle masse moltiplicata per il payout ratio e attualizzata al saggio di capitalizzazione netto.

l'acquisizione del controllo. I multipli impliciti nelle operazioni di M&A offrono così una verifica concreta della centralità degli AuM come principale driver negoziale.

Nell'ultimo decennio, il risparmio gestito europeo è stato interessato da un intenso processo di consolidamento⁷⁴. La spinta deriva da pressioni strutturali convergenti: riduzione dei margini commissionali per la crescita della gestione passiva, necessità di investimenti tecnologici rilevanti e aumento dei costi di compliance legati alla normativa europea, in particolare MiFID II. In questo contesto, le economie di scala sono diventate non solo un vantaggio competitivo, ma una condizione essenziale per preservare redditività e posizione di mercato. Ciò ha incentivato operatori indipendenti e gruppi bancari ad accelerare le operazioni di M&A per aumentare rapidamente le masse gestite.

Per verificare la robustezza del Price-to-AuM come metrica centrale di valutazione, vengono analizzate due operazioni tra le più rilevanti e trasformative del recente mercato europeo dell'*Asset Management*: l'acquisizione di Pioneer Investments da parte di Amundi e l'incorporazione totalitaria di Pramerica SGR da parte di Intesa Sanpaolo.

Il caso *Amundi - Pioneer Investments* (2016-2017)

Nel dicembre 2016, Amundi, principale operatore europeo del risparmio gestito nato dall'integrazione delle attività di *asset management* di Crédit Agricole e Société Générale, ha sottoscritto un accordo vincolante per acquisire Pioneer Investments, storica fabbrica prodotto del gruppo UniCredit⁷⁵. L'operazione rispondeva a logiche strategiche

⁷⁴ La fee compression legata ai prodotti low-cost (ETF) ha reso essenziale ridurre i costi fissi medi tramite M&A, favorendo le aggregazioni nell'asset management dell'area Euro dalla seconda decade degli anni 2000.

⁷⁵ Comunicati stampa Amundi/UniCredit, dicembre 2016, *Amundi acquires Pioneer Investments for €3.5 Billion*. L'annuncio formalizza la fusione, creando un leader europeo del risparmio gestito in Francia, Italia, Germania e Austria.

complementari. UniCredit, impegnata in un piano di rafforzamento patrimoniale e *de-risking*, intendeva valorizzare l'asset, liberare risorse e migliorare il proprio CET1 ratio⁷⁶. Amundi, invece, puntava a rafforzare la propria leadership europea, creando l'ottavo operatore mondiale con oltre 1.276 miliardi di euro di masse gestite aggregate⁷⁷.

La struttura finanziaria del deal offre un caso utile per ricavare i multipli impliciti dell'operazione.

I principali parametri concordati tra le parti sono i seguenti:

- *Deal value*: Amundi ha riconosciuto a UniCredit un corrispettivo interamente in cassa pari a 3.545 milioni di euro per il 100% di Pioneer⁷⁸.
- *AuM acquisiti*: al momento del signing, Pioneer Investments gestiva masse pari a 222 miliardi di euro⁷⁹.

Applicando la metodologia relativa descritta nel paragrafo precedente, il Price-to-AuM implicito pagato da Amundi è pari all'1,59%, arrotondabile all'1,6%. Il valore deriva dal rapporto tra l'Equity Value riconosciuto, pari a 3.545 milioni di euro, e gli AuM acquisiti, pari a 222.000 milioni di euro⁸⁰.

La logica di questo pricing va letta alla luce della redditività delle masse, secondo l'impostazione di Bagna. Al momento dell'annuncio, la transazione valorizzava Pioneer a un P/E implicito pre-sinergie di circa 16,6x sugli utili attesi 2016 e a un EV/EBITDA di 11,4x. Pur trattandosi di multipli elevati, il premio di quasi l'1,6% sugli AuM rifletteva

⁷⁶ La cessione di Pioneer rientrava nel piano di UniCredit per rafforzare i ratio prudenziali, liberando capitale tramite la vendita dell'asset e la relativa plusvalenza.

⁷⁷ Dati Amundi (2016): l'aggregazione di Pioneer avrebbe portato il gruppo francese all'ottavo posto mondiale nell'asset management, con AuM complessivi pari a circa 1.276 miliardi di euro.

⁷⁸ Amundi Investor Presentation, *All-cash consideration of €3,545m*; dicembre 2016

⁷⁹ *Ibidem*

⁸⁰ Il multiplo implicito della transazione è pari all'1,596% (3.545 mln / 222.000 mln), normalmente arrotondato all'1,6% degli AuM.

soprattutto la qualità delle masse acquisite. Pioneer presentava infatti una forte componente retail, caratterizzata da margini commissionali superiori rispetto alla clientela istituzionale di Amundi. L'operazione avrebbe così aumentato il peso dei clienti retail ad alto margine dal 27% al 35% delle masse combinate.

Ancora più rilevante per la creazione di valore e per la *stickiness* del franchise era l'accordo strategico decennale ed esclusivo per distribuire i fondi Amundi-Pioneer attraverso la rete UniCredit in Italia, Germania e Austria⁸¹. L'1,6% pagato sulle masse non valorizzava quindi solo lo stock esistente, ma anche la maggiore prevedibilità dei flussi futuri garantita da un canale distributivo captive, capace di ridurre il rischio di deflussi e sostenere elevati tassi di retention.

Il caso Intesa Sanpaolo - UBI Pramerica SGR (2021)

La validità del multiplo dell'1,6% trova ulteriore conferma in un'altra operazione rilevante del mercato italiano. Dopo il completamento dell'Offerta Pubblica di Scambio del 2020, Intesa Sanpaolo ha incorporato UBI Banca, acquisendone anche le partecipazioni e le fabbriche prodotto. Tra queste figurava Pramerica SGR, originariamente costituita come joint venture: UBI Banca deteneva il 65% del capitale, mentre il restante 35% apparteneva all'azionista statunitense Prudential Financial Inc.⁸².

Nel più ampio progetto di rafforzamento del wealth management di Intesa Sanpaolo, finalizzato a concentrare le attività di gestione del risparmio sotto Eurizon Capital SGR, era necessario acquisire il pieno controllo di Pramerica. Nel primo trimestre 2021, Intesa Sanpaolo, tramite UBI Banca,

⁸¹ Amundi Press Release, l'accordo esclusivo di distribuzione decennale (2017-2027) sulla rete UniCredit rafforzò la stabilità del perimetro acquisito, riducendo il rischio di deflussi.

⁸² Fino a marzo 2021, la SGR UBI operava come joint venture: UBI Banca deteneva il 65% e Prudential Financial Inc. il restante 35%.

ha quindi acquistato da Prudential Financial il restante 35%, portando la partecipazione al 100%⁸³.

La struttura economica dell'operazione consente di stimare con precisione il multiplo implicito:

- *Corrispettivo per la minoranza*: UBI Banca ha versato 386 milioni di euro per acquisire il 35% di Pramerica SGR detenuto da Prudential⁸⁴.
- *Deal Value implicito*: assumendo una valutazione proporzionale, e senza considerare premi o sconti di minoranza, l'Equity Value implicito del 100% di Pramerica risulta pari a circa 1.102,8 milioni di euro, ottenuto dividendo 386 milioni per il 35%.
- *AuM*: al 31 dicembre 2020, Pramerica gestiva masse complessive pari a 68,08 miliardi di euro⁸⁵.

Il Price-to-AuM implicito della transazione Intesa-Pramerica risulta quindi pari all'1,61%, calcolato come rapporto tra 1.102,8 milioni di euro e 68.080 milioni di euro di masse gestite.

Per offrire una sintesi immediata delle due operazioni, la tabella seguente riporta i principali parametri finanziari.

Parametri dell'Operazione	Caso 1: Amundi - Pioneer	Caso 2: Intesa Sanpaolo - Pramerica
Acquirente	Amundi (Gruppo Crédit Agricole)	Intesa Sanpaolo (tramite UBI Banca)

⁸³ Il 29 marzo 2021 Intesa Sanpaolo, tramite UBI Banca, acquisì da Prudential Financial il restante 35% della joint venture, avviandone l'incorporazione in Eurizon Capital SGR S.p.A.

⁸⁴ Intesa Sanpaolo 2021, *Annual Report / Interim Statements*

⁸⁵ Come emergeva dalle chiusure contabili propedeutiche alla transazione di riscatto (dicembre 2020), Pramerica SGR dichiarava una base di capitali amministrati (AuM) pari a 68,08 miliardi di euro, maturata grazie alla storicità della clientela UBI Banca.

Target Acquisito	Pioneer Investments	Pramerica SGR (Acquisizione minoranza)
Anno di Annuncio/Perfezionamento	2016 / 2017	2021
Deal Value Implicito per il 100%	€ 3.545 milioni	€ 1.102,8 milioni (€ 386 mln per il 35%)
Totale Masse Gestite (AuM)	€ 222 miliardi	€ 68,08 miliardi
Multiplo Price-to-AuM Riconosciuto	1,59% (~1,6%)	1,61% (~1,6%)
Razionale e Sinergie Principali	Internalizzazione margini, accordo decennale di collocamento su rete bancaria.	Razionalizzazione fabbriche prodotto, integrazione in Eurizon e rete UBI.

Il confronto mostra una convergenza significativa: in entrambe le operazioni, pur avvenute in anni diversi e con caratteristiche strutturali differenti, il multiplo Price-to-AuM si colloca intorno all'1,6%. Tale evidenza non appare casuale, ma conferma la stabilità di questo indicatore come metrica di pricing nel risparmio gestito⁸⁶. Pioneer e Pramerica condividevano infatti un profilo industriale simile: erano fabbriche prodotto storiche, integrate in grandi reti bancarie retail italiane,

⁸⁶ La convergenza di due transazioni indipendenti sullo stesso parametro di pricing (~1,6% degli AuM) conferma la solidità della relative valuation basata sulle masse per stimare il fair value nell'Asset Management.

rispettivamente UniCredit e UBI Banca, con margini commissionali comparabili e un'elevata fidelizzazione della clientela.

Il mercato del controllo societario, composto da operatori istituzionali sofisticati, ha quindi attribuito maggiore rilevanza al valore strutturale delle masse gestite e della rete distributiva rispetto alla volatilità prociclica degli utili, principale limite del P/E. L'uso del Price-to-AuM conferma così la solidità delle *value maps* applicate all'*Asset Management*: il multiplo riflette la redditività attesa delle commissioni nette, sostenuta dalla stabilità delle reti bancarie di collocamento, e integra il DDM come controllo di mercato nella stima del valore effettivo di una SGR⁸⁷.

⁸⁷ In linea con E. Bagna (2012), Damodaran e Massari, un approccio valutativo completo combina DDM e comparazione relativa. Nel mercato M&A, il Price-to-AuM supera l'opacità dei cicli economici e valorizza il principale motore del reddito di lungo periodo.

CAPITOLO 3 – VERIFICA EMPIRICA: RISCHIO SISTEMATICO E VALUTAZIONE DI MERCATO IN UN CAMPIONE DI SGR EUROPEE

3.1 Obiettivo, campione e costruzione del database

3.1.1 Obiettivo dell'analisi empirica e domande di ricerca

I capitoli precedenti hanno delineato gli strumenti teorici per la valutazione delle Società di Gestione del Risparmio: il modello “capital light” e il vincolo del Fixed Overheads Requirement (Paragrafo 1.2.4); il rapporto tra composizione dell'Asset Allocation e instabilità dei ricavi (Paragrafo 1.3.3); il Dividend Discount Model adattato al settore e la gestione dell'Excess Capital (Capitolo 2, Paragrafi 2.1-2.2); la scomposizione del rischio sistematico secondo Mandelker e Rhee (1984), illustrata nel Paragrafo 2.3.2; e i multipli di mercato specifici del comparto, in particolare il Price-to-AuM (Paragrafo 2.4.2).

Questo capitolo ha come obiettivo quello di verificare empiricamente questi quadri teorici su un campione di Società di Gestione del Risparmio europee quotate nel periodo 2019-2025. Lo scopo dell'analisi non è dimostrare in senso stretto la validità dei modelli, ma valutare se le relazioni previste trovino riscontro, anche parziale, nei dati di mercato e di bilancio disponibili per un campione ristretto ma rappresentativo di intermediari diversi per dimensione, modello di business e giurisdizione.

L'analisi empirica è organizzata attorno a tre domande di ricerca, ciascuna riconducibile a uno dei filoni teorici sviluppati in precedenza:

- in che misura la struttura di leva finanziaria e operativa, la composizione dell'AuM e la struttura commissionale spiegano il rischio sistematico (Beta) delle SGR quotate, coerentemente con la scomposizione teorizzata da Mandelker e Rhee (1984);

- quali fattori spiegano il multiplo Price/Earnings, alla luce dei limiti strutturali di tale indicatore nel settore dell'Asset Management discussi nel Paragrafo 2.4.1;
- se la redditività e la crescita attesa degli utili, entrambe relativizzate alle masse gestite, spiegano il multiplo Price-to-AuM, in linea con l'approccio delle value maps richiamato nel Paragrafo 2.4.2.

Le prime due domande costituiscono il nucleo centrale dell'analisi; la terza è proposta come approfondimento complementare, dato il collegamento con l'approccio delle value maps applicato al risparmio gestito.

3.1.2 Il campione: selezione e caratteristiche delle società analizzate

Il campione comprende quattordici Società di Gestione del Risparmio quotate su mercati regolamentati europei, selezionate secondo tre criteri: disponibilità di serie storiche di prezzo sufficientemente ampie per stimare un Beta annuale affidabile nel periodo 2019-2025; rappresentatività di diverse giurisdizioni europee, per evitare che l'analisi si focalizzasse solo su un unico contesto regolamentare e di mercato; eterogeneità dei modelli di business, necessaria per verificare il rapporto tra composizione dell'AuM, struttura dei costi e rischio discusso nei Paragrafi 1.3 e 2.3.

Il campione include grandi operatori generalisti (*Amundi*, *Schroders*, *DWS Group* e *Aberdeen Group*); gruppi con una rilevante componente assicurativa e masse collegate anche a prodotti garantiti (*M&G* e *Anima Holding*); boutique specializzate per asset class o area geografica (*Ashmore Group*, focalizzata sui mercati emergenti, e *Polar Capital Holdings*, strutturata in team azionari settoriali); gestori alternativi con modelli commissionali diversi da quelli tradizionali (*Man Group*, attivo nelle strategie quantitative e absolute return, e *Bridgepoint Group*, specializzato in private equity e credito privato); operatori orientati al wealth management e alla distribuzione (*Quilter* e *Rathbones Group*);

nonché *Azimut Holding* e *Ninety One*, caratterizzati da un'offerta diversificata e internazionale.

Questa composizione del campione sotto analisi permette quindi di osservare l'intera ampiezza del trade-off tra marginalità e volatilità dei ricavi descritto nel Paragrafo 1.3.3: dai modelli a prevalenza azionaria, con commissioni di performance significative, a quelli maggiormente orientati all'obbligazionario o alla distribuzione.

Una quindicesima società inizialmente considerata, *Mandatum Oyj*, è stata esclusa dal campione poiché, a seguito dello scorporo dal gruppo *Sampo*, è stata quotata autonomamente solo dalla fine del 2023. Non è stato quindi possibile ricostruire una serie storica dei rendimenti comparabile con quella delle altre società per l'intero periodo analizzato.

L'orizzonte temporale 2019-2025 comprende diverse fasi del ciclo economico e finanziario: il periodo pre-pandemico, la correzione dei mercati nel 2020, la successiva ripresa, la contrazione del 2022 dovuta al rialzo dei tassi di interesse e la fase più recente. Tale intervallo offre quindi una base empirica adeguata per osservare la sensibilità dei ricavi e del rischio sistematico delle SGR alle diverse condizioni di mercato, in linea con quanto discusso nel Paragrafo 1.3.

3.1.3 Costruzione del database: fonti e metodologia

Per ognuna delle società e per ogni esercizio del periodo 2019-2025 sono state ricostruite, sulla base di bilanci annuali, comunicati stampa e presentazioni agli investitori pubblicati dalle società, le seguenti grandezze: margine di intermediazione; commissioni nette, con distinzione tra commissioni di gestione e di performance; ripartizione dell'AuM per classe di attivo, articolata in azionario, obbligazionario, misto, fondi speciali e categoria residuale.

La scomposizione dell'AuM per asset class ha richiesto una mappatura specifica delle categorie adottate da ciascuna società, poiché il settore non dispone di uno schema di classificazione che sia uniforme per tutti. La categoria “fondi speciali” comprende generalmente investimenti alternativi e mandati di private equity o credito privato; quella residuale include invece le poste non riconducibili a classi di attivo tradizionali, quali liquidità, piattaforme in amministrazione, partecipazioni in joint venture e componenti contabili delle società con attività assicurativa. Per alcune società, soprattutto a controllo familiare o con un'offerta meno standardizzata, la ripartizione non è pubblicata in valori assoluti; le relative osservazioni sono state pertanto trattate come dati mancanti, secondo il criterio che viene illustrato più avanti nel paragrafo.

Le grandezze espresse in valute diverse dall'euro sono state convertite utilizzando il tasso di cambio medio annuo per le voci di conto economico, trattandosi di flussi riferiti all'intero esercizio, e il tasso di chiusura per l'AuM, rilevato come stock a una data specifica. Entrambe le serie di tassi sono state reperite presso la *Banca Centrale Europea*.

Le variabili di mercato invece — rendimenti azionari giornalieri, Beta annuale, capitalizzazione di mercato e stime di consenso degli analisti su ricavi, utile ante imposte e utile netto a uno e tre anni — sono state estratte da *Refinitiv Datastream*. Il Beta di ciascuna società è stato stimato su dati giornalieri, regredendo i rendimenti del titolo su quelli dell'indice nazionale di riferimento nell'arco di un anno solare. Nei pochi casi in cui la società non era quotata per l'intero esercizio (a seguito di un'ammissione alla quotazione o di uno scorporo avvenuti in corso d'anno) la stima si limita al periodo di quotazione effettiva.

Le grandezze patrimoniali utilizzate per calcolare le misure di leva e di eccesso di patrimonio — patrimonio netto contabile, attività immateriali e

posizione finanziaria netta — sono state anch'esse estratte da *Refinitiv Datastream*, utilizzando la base dati *Worldscope* per le voci di stato patrimoniale.

Infine, tutti i valori sono stati uniformati alla stessa unità di misura, milioni di euro, adottata per le altre variabili economiche e di mercato.

I dati disponibili non sono completi per tutte le società e per tutti gli anni: alcune società non pubblicano la ripartizione dell'AuM per asset class in valori assoluti; per le imprese minori o per gli esercizi meno recenti mancano alcune stime di consenso; inoltre, in pochi casi il Beta annuale non è disponibile a causa di una quotazione limitata a parte dell'esercizio. È stato quindi adottato un criterio di esclusione *listwise*, ritenuto il più trasparente per un campione di dimensioni contenute, quindi ogni osservazione società-anno che risultasse priva di almeno una variabile richiesta dalla specificazione è stata esclusa dalla stima, senza ricorrere a tecniche di imputazione. Delle novantotto osservazioni teoriche — quattordici società per sette esercizi — quarantasei risultano complete e utilizzabili nelle regressioni.

3.1.4 Le variabili impiegate nell'analisi empirica

In linea con la scomposizione del Beta azionario proposta da Mandelker e Rhee (1984) e richiamata nel Paragrafo 2.3.2, il rischio sistematico dell'*equity* è il frutto dell'interazione tra rischio di business, leva operativa e leva finanziaria. L'analisi include pertanto misure distinte delle due componenti di leva.

La leva finanziaria è stata approssimata mediante due indicatori: il rapporto tra posizione finanziaria netta e capitalizzazione di mercato e quello tra posizione finanziaria netta e patrimonio netto contabile. Entrambi misurano il peso dell'indebitamento nella struttura finanziaria, utilizzando rispettivamente una base di mercato e una contabile.

La leva operativa, più difficile da osservare, è stata approssimata attraverso un indicatore che esprime l'eccesso di patrimonio rispetto al requisito patrimoniale minimo, secondo la logica del Fixed Overheads Requirement illustrata nel Paragrafo 1.2.4. L'indicatore è stato costruito in tre fasi: il costo operativo atteso è stato stimato come differenza tra ricavi attesi e utile ante imposte atteso per l'esercizio successivo; il patrimonio minimo di vigilanza è stato poi determinato come il maggiore tra il 25% del costo stimato e una soglia di dieci milioni di euro, in linea con il quadro IFR; infine, l'eccesso di patrimonio è stato calcolato sottraendo tale requisito dal patrimonio netto tangibile, pari al patrimonio netto contabile al netto delle attività immateriali, e rapportando il risultato alla capitalizzazione di mercato per garantire la confrontabilità tra società di dimensioni diverse.

Per stimare il costo operativo atteso è stato utilizzato l'utile ante imposte (EBT), anziché l'utile operativo (EBIT), poiché è l'unica misura disponibile con continuità nelle stime di consenso. La scelta è inoltre coerente con il quadro regolamentare richiamato nel Paragrafo 1.2.4: ai fini del Fixed Overheads Requirement, le spese generali fisse escludono le imposte dirette e gli oneri finanziari non vincolanti relativi ai conti della clientela, ma non gli oneri finanziari propri dell'intermediario. L'EBT quindi, che esclude le imposte ma include questi oneri, risulta più aderente alla base di calcolo normativa rispetto all'EBIT.

Come illustrato nel Paragrafo 1.3.3, la marginalità e la volatilità dei ricavi di una SGR dipendono in misura rilevante dalla composizione dell'AuM per asset class: i fondi azionari a gestione attiva presentano margini netti sensibilmente più elevati rispetto ai fondi obbligazionari o monetari, ma anche una maggiore esposizione alla volatilità dei mercati sottostanti. Per verificare empiricamente se tale relazione incida anche sul rischio sistematico osservato nel mercato azionario, l'analisi include le quote

percentuali di AuM allocate in azionario e in obbligazionario come determinanti dirette della ciclicità dei ricavi commissionali.

In maniera analoga, la quota delle commissioni di performance è stata inclusa per rifletterne la natura opzionale e asimmetrica, discussa nel Paragrafo 1.3.2. Poiché questi ricavi dipendono dal superamento di benchmark o high-water mark, nella specificazione del multiplo Price/Earnings è stata utilizzata la loro incidenza sul totale delle commissioni, anziché il valore assoluto, come indicatore della rischiosità percepita dal mercato. Nella specificazione relativa al Beta sono stati invece mantenuti i valori assoluti delle commissioni di gestione e di performance.

Per completare il set di variabili esplicative, è stata inserita anche una variabile *dummy* pari a uno per le società che risultano quotate e autorizzate nel Regno Unito e pari a zero per le restanti (Dummy UK). Lo scopo di tale variabile è quello di cogliere un possibile effetto, ipotizzato nella fase iniziale di impostazione dell'analisi, e che è riconducibile a un regime di vigilanza prudenziale percepito dal mercato come relativamente meno stringente rispetto a quello applicato alle SGR autorizzate in ambito Unione Europea, e che potrebbe tradursi quindi in una rischiosità maggiore percepita dal mercato per gli intermediari britannici a parità di altre condizioni.

Si tratta quindi di una variabile di controllo che va interpretata con cautela durante le analisi, data anche la prevalenza di società britanniche che sono presenti nel campione disponibile.

3.2 Determinanti del rischio sistematico (Beta)

Nota: l'interpretazione dei risultati e dei singoli coefficienti presentati in questo capitolo è stata definita congiuntamente con il relatore durante una sessione dedicata al commento delle analisi svolte.

3.2.1 Matrice di correlazione

Nella prima fase delle analisi, prima di andare a stimare i modelli di regressione, è stata calcolata la matrice di correlazione tra le diverse variabili quantitative dell'analisi, utilizzando le quarantasei osservazioni complete (Tabella 1 in Appendice). Questa verifica preliminare ha un duplice obiettivo:

- verificare che il segno delle relazioni sia coerente con le attese teoriche esposte nei Paragrafi 1.3 e 2.3;
- rilevare possibili fenomeni di multicollinearità tra le variabili esplicative, che potrebbero compromettere l'affidabilità dei coefficienti stimati nelle regressioni multiple.

Un primo risultato riguarda la struttura commissionale: la quota di AuM investita in obbligazioni presenta una correlazione negativa con il peso delle commissioni di performance sul totale delle commissioni (-0,5053). Tale evidenza è coerente con la natura opzionale di queste commissioni, illustrata nel Paragrafo 1.3.2, la cui incidenza tende a ridursi nei comparti con minore volatilità attesa.

Per il rischio sistematico, la correlazione più elevata in valore assoluto del Beta annuale è quella con la quota di AuM investita in azioni (0,5792), seguita dalla dummy relativa al Regno Unito (0,5218). Sono invece quasi nulle le correlazioni con le due misure di leva finanziaria — 0,0368 per il rapporto Posizione Finanziaria Netta/Capitalizzazione di Mercato e 0,0997 per il rapporto Posizione Finanziaria Netta/Patrimonio Netto — e

con l'indicatore di eccesso di patrimonio, utilizzato come proxy della leva operativa (-0,0431).

Questo risultato viene confermato dalle statistiche descrittive delle due misure di leva finanziaria (Tabella 2 in Appendice): il rapporto Posizione Finanziaria Netta/Capitalizzazione di Mercato presenta una mediana del -13,86% e una media dell'1,83%, mentre il rapporto Posizione Finanziaria Netta/Patrimonio Netto registra una mediana del -18,62% e una media del -9,58%.

Le mediane negative suggeriscono che la maggior parte delle SGR analizzate presenta una posizione di cassa netta, con le disponibilità liquide che sono superiori rispetto all'indebitamento finanziario, anziché una leva semplicemente contenuta. Questo fenomeno contribuisce a spiegare, sul piano descrittivo, l'assenza di una relazione tra leva finanziaria e rischio sistematico rilevata nella matrice di correlazione.

La quota di AuM investita in azioni è positivamente correlata sia con la redditività sull'AuM (0,2737) sia, in misura minore, con l'incidenza delle commissioni di performance. Queste relazioni sono coerenti con il legame tra composizione dell'Asset Allocation e marginalità dei ricavi discusso nel Paragrafo 1.3.3. Tale legame riguarda tuttavia la marginalità, non l'ammontare assoluto dei ricavi: la correlazione tra quota azionaria e commissioni di gestione in valore assoluto è infatti negativa (-0,5873). L'apparente contraddizione è riconducibile all'effetto dimensione: gli operatori generalisti più grandi, che registrano le commissioni di gestione più elevate, presentano una minore esposizione azionaria, mentre le boutique specializzate, maggiormente esposte all'azionario, gestiscono masse più contenute. Anche la correlazione negativa tra Beta e commissioni di gestione in valore assoluto (-0,4758) va quindi interpretata

alla luce dell'effetto dimensione, non come evidenza di un rapporto diretto tra livello commissionale e rischio.

La correlazione tra il Beta e la variabile dummy relativa al Regno Unito, pur elevata, richiede una lettura cauta. La dummy risulta infatti a sua volta fortemente correlata sia con la quota di azionario (0,5599) sia con la redditività sull'AuM (0,4940) sia, con segno negativo, con le commissioni di performance in valore assoluto (-0,3962): le società britanniche del campione tendono cioè a presentare, in media, una maggiore esposizione all'azionario e una maggiore redditività rispetto alle società non britanniche. La correlazione tra dummy regolamentare e rischio sistematico appare pertanto riconducibile, almeno in parte, a differenze nella composizione del business tra i due sottogruppi, piuttosto che a un effetto regolamentare autonomo — aspetto su cui si tornerà in sede di commento alla regressione.

Nel complesso, le relazioni di correlazione esaminate delineano un quadro in cui la ciclicità dei ricavi, approssimata dalla composizione dell'AuM, risulta sistematicamente più legata al rischio e alla redditività rispetto alle misure di leva finanziaria e operativa — un pattern che verrà verificato in chiave multivariata nel paragrafo seguente.

3.2.2 Regressione sul rischio sistematico (Beta)

Il primo modello di regressione che è stato fatto va a stimare il Beta annuale di ciascuna società sulla base della leva finanziaria (misurata dal rapporto tra posizione finanziaria netta e capitalizzazione di mercato), dell'eccesso di patrimonio rispetto alla capitalizzazione, delle quote di AuM investite in azioni e obbligazioni, delle commissioni di gestione e di performance in valore assoluto e della dummy regolamentare. Il modello verifica empiricamente se le determinanti individuate da Mandelker e

Rhee (1984) — rischio di business, leva operativa e leva finanziaria — spiegano il rischio sistematico osservato nel campione di SGR analizzato.

Stimato sulle quarantasei osservazioni disponibili, il modello presenta un R^2 del 39,45% e un R^2 corretto del 28,29%; la significatività complessiva, misurata dalla Significance F, è pari allo 0,51% (Tabella 3 in Appendice). L'intercetta è pari a 0,7785, con un p-value del 7,11%: non è quindi significativa alla soglia convenzionale del 5%, ma lo è al livello più permissivo del 10%. L'intercetta approssima il rischio sistematico di una SGR non britannica, priva di indebitamento e leva operativa, con masse interamente investite al di fuori delle classi azionaria e obbligazionaria. Nel campione, tale configurazione rappresenta tuttavia un caso limite, più che una condizione tipica.

Tra le variabili esplicative, solo la quota di AuM investita in azioni è statisticamente significativa al 5%, con un coefficiente di 0,7733 e un p-value dell'1,98%. Quindi, questo significa che a parità delle altre condizioni, un aumento del 10% della quota azionaria determina un incremento di circa 0,077 del Beta stimato. Le altre variabili — dummy UK (p-value 21,42%), leva finanziaria (96,61%), eccesso di patrimonio (79,25%), quota obbligazionaria (87,04%), commissioni di gestione (86,49%) e di performance (91,46%) — non risultano significative alle soglie convenzionali.

Il risultato della regressione conferma quindi, in un contesto multivariato, quello che è emerso anche dalla matrice di correlazione, ovvero che nel campione di SGR analizzato, la ciclicità dei ricavi, rappresentata dalla quota di AuM investita in azioni, è la determinante principale del rischio sistematico delle SGR quotate.

Al contrario invece, la leva finanziaria e quella operativa, sebbene teoricamente rilevanti secondo Mandelker e Rhee (1984), non

risulterebbero statisticamente significative. Tale evidenza è coerente con la strutturale posizione di cassa netta rilevata dalle statistiche descrittive.

Come verrà approfondito nel paragrafo successivo, la quota di AuM investita in azioni, oltre a spiegare il rischio sistematico, è associata anche a una maggiore marginalità dei ricavi commissionali, come illustrato nel Paragrafo 3.1.4. Una maggiore esposizione azionaria comporta quindi sia un rischio sistematico più elevato sia una superiore marginalità commissionale, con effetti anche sui multipli di valutazione di mercato.

3.3 Determinanti della valutazione di mercato (P/E e Price/AuM)

3.3.1 Regressione sul multiplo Price/Earnings

Proseguendo con le analisi, il secondo modello stima il multiplo Price/Earnings, utilizzando le stesse variabili di leva finanziaria, eccesso di patrimonio e composizione dell'AuM adottate nel modello sul Beta. A queste si aggiungono anche una misura della crescita attesa dell'utile — calcolata come rapporto tra l'utile netto atteso a tre anni e quello atteso a un anno — e la componente di performance, che viene espressa come l'incidenza percentuale sulle commissioni nette anziché in valore assoluto, per le ragioni illustrate nel Paragrafo 3.1.4.

La prima stima, condotta sull'intero campione di quarantasei osservazioni, presenta un R^2 del 97,30% (Tabella 4 in Appendice), insolitamente elevato per una specificazione di questo tipo e un campione ridotto come questo. Il motivo di questo risultato dipende fortemente dall'osservazione relativa a *M&G* nel 2022, che registra un multiplo Price/Earnings di 209,7 volte, ben oltre l'intervallo tipico delle altre società — compreso tra 5 e 15 volte, con una mediana di 12,73 — a causa di un utile netto atteso a un anno particolarmente basso. In un campione di modeste dimensioni, un valore così estremo della variabile dipendente può incidere sui coefficienti in misura sproporzionata rispetto al suo contenuto informativo. Il modello è

stato quindi stimato nuovamente escludendo tale outlier. Questa seconda specificazione costituisce il principale riferimento per l'interpretazione dei risultati.

In particolare, nella versione che esclude l'osservazione anomala, basata su quarantacinque osservazioni, l' R^2 scende al 60,15% (R^2 Adjusted 51,30%; Significance F 0,0021% (Tabella 5 in Appendice). Tale riduzione ci conferma che il risultato ottenuto sull'intero campione era ampiamente influenzato da quella singola osservazione. La significatività della crescita attesa dell'utile rimane tuttavia invariata: con un coefficiente pari a 17,6340 e un p-value dello 0,00088%, confermandosi la variabile più robusta per il modello. L'effetto della crescita non dipende quindi dall'osservazione esclusa, sebbene nella prima specificazione risultasse probabilmente sovrastimato.

Risultano inoltre statisticamente significativi al 5% il rapporto Posizione Finanziaria Netta/Capitalizzazione di Mercato, con coefficiente -4,7822 e p-value dello 0,63%, e la quota di AuM in obbligazionario, con coefficiente 31,8549 e p-value dello 0,61%. La quota di AuM in azionario, con coefficiente 11,3563, presenta un p-value del 6,33%: non risulta quindi significativa alla soglia convenzionale del 5%, pur collocandosi a un livello prossimo ad essa.

Anche l'intercetta, pari a -20,8531, si colloca appena sopra tale soglia, con un p-value del 5,14%. Le restanti variabili — dummy UK, eccesso di patrimonio, commissioni di gestione e incidenza delle commissioni di performance — non risultano significative a livelli convenzionali.

L'osservazione relativa a M&G richiede un'ulteriore precisazione alla luce delle caratteristiche del business descritte nel Paragrafo 3.1.2. Il gruppo presenta infatti una rilevante componente assicurativa e masse gestite in parte associate a prodotti garantiti. Il contenuto utile atteso a un anno

osservato in un singolo esercizio potrebbe quindi riflettere variazioni nella valutazione delle riserve tecniche o effetti di mark-to-market sui fondi *with-profits*, più pronunciati rispetto a un operatore di puro asset management. Sebbene non verificata nel dettaglio contabile, questa interpretazione è plausibile e coerente con la natura ibrida dell'operatore, già evidenziata nella descrizione del campione.

Per valutare la rilevanza economica, oltre che statistica, dei coefficienti citati, è utile rapportarli alla variabilità effettiva delle rispettive variabili nel campione. Tra il venticinquesimo e il settantacinquesimo percentile, il rapporto Posizione Finanziaria Netta/Capitalizzazione di Mercato aumenta di circa 27 punti percentuali, passando da -24,6% a 2,6%; applicando il coefficiente stimato, tale variazione corrisponde a una riduzione del Price/Earnings di circa 1,3 punti, pari a un decimo della mediana campionaria. Nello stesso intervallo, la quota di AuM obbligazionario cresce di circa 10 punti percentuali, dal 23,1% al 33,5%, determinando un aumento stimato del P/E di circa 3,3 punti: un impatto superiore a quello della leva finanziaria.

L'effetto più rilevante riguarda però la crescita attesa dell'utile: una variazione di circa 22 punti percentuali nel rapporto FY3/FY1, dal 107,6% al 129,6%, è associata a un incremento del P/E di quasi 3,9 punti, pari a circa il 30% della mediana campionaria. La gerarchia degli effetti economici conferma quindi quella della significatività statistica, indicando nella crescita attesa dell'utile la principale determinante del multiplo di valutazione.

I segni dei coefficienti significativi rimangono coerenti con la scomposizione del Price/Earnings prevista dal modello di Gordon, già richiamato nel Paragrafo 2.1 con riferimento al Dividend Discount Model. In particolare, in tale modello, il P/E viene espresso come il rapporto tra il

payout ratio e la differenza tra costo del capitale proprio (K_e) e crescita attesa (g). La leva finanziaria e la composizione dell'AuM incidono sul rischio e, quindi, sul costo del capitale, mentre la crescita attesa dell'utile corrisponde direttamente alla componente g . Ciò significa che una leva più bassa e una minore esposizione a classi di attivo percepite come rischiose sono associate a un costo del capitale inferiore e, a parità di altre condizioni, a un multiplo di valutazione più elevato.

3.3.2 Regressione sul multiplo Price-to-AuM

Il terzo modello che è stato sviluppato per integrazione dell'analisi principale va a stimare il multiplo Price-to-AuM secondo l'approccio delle *value maps* richiamato nel Paragrafo 2.4.2. In particolare, l'obiettivo è spiegare la dispersione del multiplo tra società comparabili attraverso variabili fondamentali. Oltre a leva finanziaria, eccesso di patrimonio, composizione dell'AuM e struttura commissionale, include la redditività dell'AuM — calcolata come il rapporto tra utile atteso a un anno e AuM totale — e una misura della crescita dell'utile rapportata alle masse gestite.

Per l'ultima variabile citata, sono state adottate due logiche differenti. La prima impiega il rapporto tra utile atteso a tre anni e utile atteso a un anno, già utilizzato nel modello sul Price/Earnings. La seconda invece misura la crescita in valore assoluto, come differenza tra i due utili attesi rapportata all'AuM totale, in modo da esprimere l'incremento di redditività sulle masse gestite anziché un semplice tasso di crescita.

Nella prima specificazione, stimata sulle quarantasei osservazioni disponibili (Tabella 6 in Appendice), il modello presenta un R^2 del 55,99% (R^2 Adjusted 44,99%; Significance F 0,0187%). L'unica variabile statisticamente significativa è la redditività sull'AuM, con un coefficiente di 17,8129 e un p-value dello 0,073%. La misura di crescita non è invece

significativa (p-value 37,52%), così come le altre variabili esplicative, inclusa la quota di AuM azionario (p-value 13,11%).

Nella seconda specificazione (Tabella 7 in Appendice), che rapporta la crescita dell'utile all'AuM totale, la capacità esplicativa del modello migliora sensibilmente: l' R^2 raggiunge l'80,13% (R^2 Adjusted 75,16%; Significance F sostanzialmente nulla). Risultano significative la redditività sull'AuM (coefficiente 14,9766; p-value 0,0017%), la nuova misura di crescita (coefficiente 22,3192; p-value 0,0000071%), il rapporto Posizione Finanziaria Netta/Capitalizzazione di Mercato (coefficiente -0,0078; p-value 3,52%) e la quota di AuM obbligazionario (coefficiente 0,0523; p-value 4,79%).

Anche in questo caso, il confronto con la variabilità campionaria consente di valutare la rilevanza economica dei coefficienti. Nel campione, il multiplo Price-to-AuM presenta una mediana dell'1,33% e un intervallo interquartile compreso tra lo 0,79% e il 2,05%. La redditività sull'AuM aumenta di circa 0,11 punti percentuali tra il primo e il terzo quartile, dallo 0,066% allo 0,173%; applicando il coefficiente stimato, tale variazione determina un incremento del multiplo di circa 1,6 punti percentuali, superiore alla sua stessa mediana. Un effetto simile c'è anche per la crescita rapportata all'AuM: la variazione interquartile dallo 0,005% allo 0,059% è associata a un aumento del multiplo di circa 1,2 punti percentuali. Sono più contenuti (sebbene statisticamente significativi) gli effetti della leva finanziaria e della quota obbligazionaria: un incremento interquartile rispettivamente di circa 29 e 11 punti percentuali comporta una riduzione del multiplo di circa 0,23 punti percentuali nel primo caso e un aumento di circa 0,57 punti percentuali nel secondo.

Il confronto tra le due specificazioni evidenzia due risultati, ovvero che la redditività sull'AuM si conferma una determinante robusta del multiplo

Price-to-AuM, in linea con l'approccio delle *value maps* (la maggiore capacità di generare margini sulle masse gestite corrisponde a una valutazione di mercato più elevata rispetto all'AuM), ma anche che i risultati dipendono dalla metrica di crescita utilizzata. Il rapporto tra utile atteso a tre anni e a un anno non apporta ulteriore potere esplicativo una volta controllato per la redditività corrente, mentre la crescita espressa come incremento di redditività rapportato all'AuM risulta significativa; quindi, la sua introduzione rende significative la leva finanziaria e la quota obbligazionaria, che non lo erano nella prima specificazione.

In entrambi i casi, la quota di AuM investita in azioni non risulta statisticamente significativa. Il risultato può dipendere dalla multicollinearità già emersa nella matrice di correlazione del Paragrafo 3.2.1: la quota azionaria è infatti correlata alla redditività sull'AuM (0,2737), inclusa in questo modello ma non nelle precedenti regressioni sul Beta e sul Price/Earnings. In questo caso, la redditività va ad assorbire parte del potere esplicativo della composizione dell'AuM, incorporando indirettamente gran parte delle informazioni sulla ciclicità dei ricavi che risultavano centrali negli altri due modelli.

3.3.3 L'incoerenza sulla leva finanziaria tra rischio e valutazione

Il confronto tra i risultati dei due paragrafi precedenti e quelli relativi al Beta (Paragrafo 3.2.2) evidenzia un risultato che, per le sue implicazioni metodologiche, richiede un approfondimento mirato. Per questo, è utile richiamare la scomposizione di Mandelker e Rhee (1984), già introdotta nel Paragrafo 2.3.2. Nella sua formulazione generale, il beta dell'equity (β_E) è espresso come il prodotto tra il beta dell'attivo operativo, cioè il rischio di business in assenza di indebitamento (β_A), e due moltiplicatori relativi, rispettivamente, alla leva operativa e alla leva finanziaria:

$$\beta_E = \beta_A \times (\text{grado di leva operativa}) \times (\text{grado di leva finanziaria}).$$

Questa relazione mostra che il rischio sistematico osservato sul mercato azionario deriva da tre fattori diversi, e giustifica la scelta di includere nel modello delle misure separate di leva finanziaria e operativa invece di un unico indicatore di indebitamento.

Il rapporto Posizione Finanziaria Netta/Capitalizzazione di Mercato, che non è risultato esplicativo nella regressione sul rischio sistematico (coefficiente -0,0037; p-value 96,61%), risulta invece statisticamente significativo e negativo in entrambe le regressioni sui multipli di mercato: -4,7822 nel modello Price/Earnings (p-value 0,63%) e -0,0078 nel modello Price-to-AuM (p-value 3,52%). Tra le variabili analizzate, è l'unica a mostrare questo andamento: irrilevante nella spiegazione del rischio, ma significativa e con segno coerente nella valutazione.

La leva operativa, approssimata dall'eccesso di patrimonio, mostra invece un andamento diverso e meno sorprendente: non è statisticamente significativa nella regressione sul Beta (p-value 79,25%) e neanche in quelle sui multipli di valutazione (p-value rispettivamente pari al 59,92% e all'81,49%).

Una possibile interpretazione, coerente con il modello di business capital light discusso nel Paragrafo 1.2, è che le Società di Gestione del Risparmio presentino strutture dei costi operativi più omogenee rispetto ai settori industriali a maggiore intensità di capitale fisso. Se la leva operativa effettiva varia poco tra le società del campione, il test statistico può non rilevarne l'effetto, pur restando teoricamente valida la relazione descritta dalla scomposizione di Mandelker e Rhee.

Il risultato relativo alla leva finanziaria invece solleva un problema di coerenza interna che va oltre il numero di coefficienti significativi. Infatti, se il mercato valuta le SGR tenendo conto anche dell'indebitamento finanziario, come indicano le due regressioni sui multipli, ci si

attenderebbe che questo rischio emergesse almeno in parte anche nel Beta storico del titolo.

In linea teorica, infatti, il Beta dovrebbe collegare il rischio percepito dal mercato al conseguente costo del capitale. L'aspetto problematico non è quindi l'influenza della leva sulla valutazione, pienamente coerente con la teoria finanziaria classica, secondo cui l'indebitamento amplifica il rischio dell'equity e, a parità di altre condizioni, ne riduce il valore. È invece l'assenza di tale effetto nel Beta storico a un anno utilizzato nell'analisi.

Due interpretazioni alternative, non necessariamente incompatibili, possono giustificare tale risultato.

La prima interpretazione è che il mercato incorpori l'effetto della leva finanziaria su un orizzonte più lungo di quello rilevato da un Beta stimato su base annuale. Se la struttura finanziaria di una SGR incide sul rischio dell'equity soprattutto nelle code della distribuzione dei rendimenti, ossia durante periodi di stress prolungato più che nella volatilità ordinaria di breve termine, una finestra annuale potrebbe non essere sufficiente a coglierne l'effetto.

La seconda interpretazione è che il Beta prospettico implicito nelle valutazioni di mercato, effettivamente utilizzato dagli operatori per stimare il costo del capitale delle società quotate, differisca dal Beta storico calcolato sui rendimenti passati. Quest'ultimo rifletterebbe infatti il rischio realizzato, non necessariamente quello atteso dal mercato al momento della formazione del prezzo.

Indipendentemente da quale delle due spiegazioni sia più corretta, l'evidenza empirica impone una scelta metodologica nella valutazione fondamentale di una SGR quotata basata sul Beta storico. Poiché l'effetto della leva finanziaria pura emerge nella valutazione di mercato ma non nel

Beta osservato, si delineano due alternative formalmente equivalenti, ma diverse sul piano applicativo.

La prima è una valutazione diretta equity side, in cui il costo del capitale proprio è stimato a partire dal Beta storico; questa soluzione richiede però di verificare che tale Beta incorpori adeguatamente la leva finanziaria, ipotesi messa in dubbio dai risultati.

La seconda è invece una valutazione asset side, quindi si stima prima il valore dell'attivo operativo mediante un Beta Unlevered, depurato dall'effetto della leva finanziaria con le tecniche illustrate nel Paragrafo 3.4, per poi sottrarre la posizione finanziaria netta e ricavare il valore dell'equity.

Questa seconda alternativa ha un'importante implicazione per la valutazione del settore. A differenza delle banche e degli altri intermediari finanziari, per i quali vengono usati modelli equity side (tipicamente il Dividend Discount Model applicato direttamente al patrimonio netto, come illustrato nel Paragrafo 2.1), i risultati di questa analisi suggeriscono che le Società di Gestione del Risparmio si comportino più come imprese industriali che come intermediari finanziari in senso stretto, anche in ragione del modello di business capital light discusso nel Paragrafo 1.2.

Per queste società, la separazione tra valore dell'attivo operativo e struttura finanziaria del passivo rappresenta quindi un passaggio valutativo sostanziale, non una semplice riformulazione algebrica di un risultato equivalente. Le conseguenze operative di questa scelta metodologica, incluso un primo tentativo di quantificare l'effetto della leva sul Beta mediante la formula di Hamada, sono approfondite nel paragrafo conclusivo del capitolo.

Infine, le tre regressioni sono state stimate su quarantacinque o quarantasei osservazioni, con sette-nove variabili esplicative ciascuna. I limitati gradi

di libertà residui richiedono quindi prudenza, soprattutto per le variabili vicine alle soglie convenzionali di significatività. Per alcune di esse, in particolare la leva operativa, l'assenza di significatività potrebbe dipendere dalla ridotta potenza del test su un campione contenuto, anziché dall'assenza di un effetto economico reale.

3.4 Un esempio applicativo e conclusioni del capitolo

3.4.1 Stima del Beta Unlevered secondo Hamada: metodologia e risultati

Il Paragrafo 3.3.3 ha evidenziato che la leva finanziaria incide sulla valutazione di mercato, ma non sul Beta storico. Per affrontare questa criticità, è possibile calcolare per ciascuna società un Beta “unlevered”, depurato dall’effetto della leva e rappresentativo del solo rischio operativo, senza l’amplificazione o l’attenuazione prodotta dal debito. Questo paragrafo ne propone un primo calcolo applicativo.

Il Beta unlevered è stato calcolato con la formula di Hamada:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - t) \times \left(\frac{D}{E}\right)}$$

dove β_L indica il Beta storico osservato (levered), t l’aliquota fiscale e D/E il rapporto tra posizione finanziaria netta e patrimonio netto, già utilizzato nelle regressioni precedenti. Per garantire omogeneità nel confronto, l’aliquota fiscale è stata fissata al 25% per tutte le società, senza differenze tra i paesi di appartenenza, anche se con una minore precisione a livello di singola società.

Applicando la formula alle quarantasei osservazioni del campione, il risultato è il seguente: il Beta levered ha una media di 1,2571 e una mediana di 1,2246; il Beta unlevered ha una media di 1,5882 (+26% rispetto al levered) e una mediana di 1,3472 (+10%).

Il Beta unlevered risulta quindi più alto del Beta levered, non più basso. È un risultato che può sembrare strano: di solito, togliere l'effetto della leva finanziaria da un Beta lo fa scendere, perché il debito normalmente amplifica il rischio dell'equity. Qui succede il contrario, e la spiegazione è nello stesso dato già visto nel Paragrafo 3.2.1, ovvero che la leva finanziaria mediana del campione non è vicina a zero, è negativa (-18,62% per il rapporto Posizione Finanziaria Netta/Patrimonio Netto). In altre parole, la maggior parte delle SGR del campione ha più cassa che debito.

Quando il rapporto D/E è negativo, la formula di Hamada produce l'effetto opposto a quello abituale: il Beta unlevered sale invece di scendere. Il motivo, in termini semplici, è che avere molta cassa netta riduce il rischio osservato sul mercato, un po' come farebbe un cuscinetto di sicurezza. Se si toglie questo cuscinetto per isolare il rischio di business puro, quello che resta è più alto di quello che si osservava con la cassa inclusa. Il risultato conferma quindi, con un calcolo concreto, quanto già emerso nelle regressioni: le SGR del campione non sono aziende indebitate in senso tradizionale, e la loro liquidità elevata può nascondere un rischio di business di fondo più alto di quanto il solo Beta di mercato lasci intendere.

3.4.2 Conclusioni del capitolo

I risultati delle tre regressioni, letti insieme, portano a due evidenze principali.

- Prima evidenza: la composizione dell'AuM per asset class, in particolare la quota investita in azionario, è la determinante più importante sia del rischio (Beta) sia della valutazione di mercato (P/E e Price-to-AuM). Più una SGR ha azionario in gestione, più il suo Beta è alto; ma la stessa quota di azionario è anche collegata a commissioni più marginali e quindi a una valutazione più elevata. Leva finanziaria, leva operativa e commissioni in valore assoluto contano molto meno,

o non contano affatto, rispetto alla composizione dell'AuM. In sintesi: per capire il rischio e il valore di una SGR quotata, il fattore più importante è che tipo di prodotti gestisce, non quanto è indebitata.

- Seconda evidenza: La leva finanziaria si comporta in modo incoerente tra le tre regressioni: non spiega il Beta, ma spiega sia il P/E, sia il Price-to-AuM. Questo ci dice che il Beta storico a un anno, da solo, non cattura completamente il rischio legato all'indebitamento delle SGR. Una possibile soluzione, discussa nel Paragrafo 3.3.3 e verificata con un primo calcolo in questo paragrafo, è valutare le SGR con un approccio “asset side”: si stima il valore dell'attivo operativo a partire da un Beta unlevered, e solo alla fine si sottrae la posizione finanziaria netta per ottenere il valore dell'equity. È un approccio diverso da quello normalmente usato per banche e altri intermediari finanziari, che di solito vengono valutati direttamente sull'equity.

Le due evidenze convergono su un unico punto: in virtù del modello di business capital light descritto nel Capitolo 1, le SGR operano più come imprese industriali che come intermediari finanziari puri. Rischio e valore dipendono soprattutto dalla composizione degli asset gestiti e dalle modalità di generazione dei ricavi, più che dal livello di indebitamento. Di conseguenza, nella valutazione è opportuno considerare prima l'attivo operativo e successivamente la struttura finanziaria.

L'analisi presenta tuttavia un limite: le tre regressioni si basano su quarantacinque o quarantasei osservazioni e includono ciascuna da sette a nove variabili esplicative. I ridotti gradi di libertà impongono quindi cautela, soprattutto nell'interpretazione dei risultati prossimi alle soglie di significatività statistica. In alcuni casi, in particolare per la leva operativa, la mancata significatività potrebbe derivare dalla limitata numerosità del campione anziché dall'assenza effettiva di una relazione.

CONCLUSIONE

La domanda posta in apertura di questo lavoro era se le Società di Gestione del Risparmio, pur essendo per definizione intermediari finanziari, siano effettivamente prezzate dal mercato come tali, oppure se il loro modello di business le avvicini piuttosto a un'impresa industriale. I tre capitoli che compongono la tesi hanno costruito gli elementi per rispondere a rispondere a questa domanda; il primo delineando le differenze strutturali tra il modello capital light delle SGR e quello patrimonialmente intensivo delle banche; il secondo sviluppando gli strumenti valutativi più adatti a cogliere tali differenze; il terzo sottoponendo questi strumenti a una verifica empirica su un campione di società europee quotate.

In sintesi quindi, la risposta che emerge dall'analisi empirica è che le Società di Gestione del Risparmio si comportano più come imprese industriali che come intermediari finanziari in senso stretto — almeno sotto i due profili specificamente indagati in questo lavoro, il rischio sistematico e la valutazione di mercato. Due evidenze, in particolare, sostengono questa conclusione.

La prima è che il fattore che meglio spiega sia il rischio sia il valore di una SGR quotata non è la sua struttura finanziaria, ma il tipo di prodotti che gestisce. Nelle tre regressioni condotte nel Capitolo 3, la quota di masse gestite in azionario si conferma sistematicamente la determinante più rilevante; quindi come dire che più una società è esposta all'azionario, più il suo Beta è elevato, e la stessa esposizione risulta collegata a una marginalità commissionale superiore e quindi a multipli di valutazione più alti. Leva finanziaria, leva operativa e livello assoluto delle commissioni contano molto meno, o non contano affatto.

La seconda è che la leva finanziaria si comporta in modo incoerente tra le tre regressioni. Non spiega il rischio storicamente osservato sul titolo, ma spiega la valutazione di mercato. Questa “incoerenza” suggerisce che il Beta storico a un anno, da solo, non sia una misura sufficiente del rischio di una SGR indebitata, e apre la strada a un'impostazione valutativa “asset side” (si stima il valore dell'attivo operativo a partire da un Beta depurato dall'effetto della leva, per poi dedurre la posizione finanziaria netta) diversa da quella che viene normalmente impiegata per banche e altri intermediari finanziari, che vengono di norma valutati direttamente sull'equity.

Le due evidenze sono, in fondo, due facce dello stesso fenomeno: nel campione analizzato, il rischio e il valore di una SGR dipendono soprattutto da cosa gestisce e da come guadagna, non da come si finanzia. È lo stesso principio che attraversa, in forme diverse, tutti e tre i capitoli della tesi: dalla relazione tra composizione dell'Asset Allocation e volatilità degli utili discussa nel primo capitolo, alla stima del costo del capitale nel secondo, fino alla sua verifica empirica nel terzo.

Sotto il profilo pratico, il risultato principale di questo lavoro è un'indicazione metodologica: chi si occupa di valutare una SGR quotata dovrebbe considerare con attenzione se il Beta storico impiegato incorpori adeguatamente l'effetto della leva finanziaria, e valutare, come alternativa, un approccio asset side, che è più vicino ai modelli valutativi usati normalmente per le imprese industriali rispetto a quelli di un intermediario finanziario tradizionale.

Il lavoro presenta naturalmente dei limiti, in parte già segnalati nel corso della trattazione. Il campione impiegato nelle regressioni, compreso tra quarantacinque e quarantasei osservazioni a seconda della specificazione, è di dimensioni contenute rispetto al numero di variabili esplicative incluse

in ciascun modello. Questo è un vincolo che invita a interpretare con cautela i risultati più prossimi alle soglie di significatività statistica, e che tecniche di stima più sofisticate o un campione più ampio potrebbero in futuro contribuire a superare. Allo stesso modo, l'esempio di stima del Beta unlevered presentato nel Capitolo 3 si basa su un'aliquota fiscale unica per tutte le società, per ragioni di semplicità, e non sviluppa per intero una valutazione asset side completa: un possibile sviluppo futuro di questo lavoro potrebbe consistere proprio nel condurre tale valutazione fino in fondo, stimando l'Enterprise Value delle società del campione e confrontandolo con la capitalizzazione di mercato osservata.

Resta, in ogni caso, un'indicazione che sembra utile riportare: le Società di Gestione del Risparmio, pur nascendo come categoria di intermediari finanziari, meritano forse di essere guardate, quando si tratta di stimarne il valore, con gli stessi strumenti concettuali con cui si guarda a un'impresa qualunque, partendo da cosa fa, prima ancora che da come si finanzia.

APPENDICE

1 - Tab. Matrice di Correlazione

	Beta (1Y Daily)	Dummy UK (1=UK)	Net Debt / Market Cap	Net Debt / Patrimonio Netto	Costi Operativi Stimati (€m)	Patrimonio Minimo di Vigilanza (€m)	Eccesso Patrimonio / Market Cap	% Azionario	% Obbligazionario	Commissioni di Gestione (€m)	Commissioni di Performance (€m)	Incidenza Performance (%)	Market Cap (€m)	AuM Totale (€m)	Utile Atteso FY1 (€m)	Utile Atteso FY3 (€m)	Price/ Earnings	Crescita Utile (FY3/FY1)	Redditività su AuM	Market Cap / AuM
Beta (1Y Daily)	1																			
Dummy UK (1=UK)	0,5218	1																		
Net Debt / Market Cap	0,0368	0,1534	1																	
Net Debt / Patrimonio Netto	0,0997	0,0177	0,8975	1																
Costi Operativi Stimati (€m)	0,0129	0,0402	0,4578	0,4677	1															
Patrimonio Minimo di Vigilanza (€m)	0,0128	0,0404	0,4586	0,4684	1,0000	1														
Eccesso Patrimonio / Market Cap	-0,0431	-0,0975	-0,3930	-0,2428	-0,5809	-0,5809	1													
% Azionario	0,5792	0,5599	0,0081	-0,0721	-0,0326	-0,0325	-0,1275	1												
% Obbligazionario	-0,0805	-0,0186	0,3385	0,2345	0,1437	0,1440	0,0250	-0,2012	1											
Commissioni di Gestione (€m)	-0,4758	-0,8303	-0,0871	0,0694	0,0711	0,0710	0,1200	-0,5873	-0,1536	1										
Commissioni di Performance (€m)	-0,2614	-0,3962	-0,0856	-0,0044	-0,0497	-0,0499	-0,1037	-0,3454	-0,4373	0,3970	1									
Incidenza Performance (%)	0,0875	0,0148	-0,0329	-0,0045	-0,0986	-0,0988	-0,2253	-0,0721	-0,5053	-0,0576	0,8388	1								
Market Cap (€m)	-0,3510	-0,8052	0,1094	0,2090	0,0877	0,0877	-0,0275	-0,5071	0,1425	0,8579	0,3773	-0,0497	1							
AuM Totale (€m)	-0,3681	-0,8310	-0,0558	0,0710	0,0430	0,0429	0,0547	-0,4760	0,0621	0,9097	0,3561	-0,0796	0,9486	1						
Utile Atteso FY1 (€m)	-0,3444	-0,7258	0,1314	0,1994	-0,0307	-0,0308	0,1667	-0,5070	0,0866	0,8187	0,4230	0,0258	0,8983	0,8769	1					
Utile Atteso FY3 (€m)	-0,3773	-0,7867	0,1886	0,2939	0,1138	0,1139	-0,0097	-0,5202	0,0650	0,8938	0,3999	-0,0126	0,9573	0,9432	0,9387	1				
Price/Earnings	0,1139	0,1445	0,4501	0,4856	0,6179	0,6179	-0,6017	0,1244	0,1463	-0,1212	-0,1164	-0,0592	-0,0667	-0,1109	-0,2681	-0,0951	1			
Crescita Utile (FY3/FY1)	0,0371	0,1100	0,4992	0,5436	0,6538	0,6538	-0,6103	0,0630	0,0911	-0,0493	-0,0626	-0,0300	-0,0381	-0,0646	-0,2072	-0,0266	0,9786	1		
Redditività su AuM	0,5519	0,4940	0,0875	-0,0140	-0,2507	-0,2508	-0,0498	0,2737	-0,0030	-0,6137	0,1139	0,4808	-0,4294	-0,5430	-0,2545	-0,4292	-0,1536	-0,2046	1	
Market Cap / AuM	0,6160	0,3609	-0,0149	-0,0772	-0,1337	-0,1338	-0,1711	0,4037	0,1509	-0,5386	-0,2098	0,0956	-0,3045	-0,4260	-0,4065	-0,4226	0,1660	-0,0060	0,6103	1

2 - Tab. Statistiche Descrittive (Leva Finanziaria)

	Mean	Median	Standard Deviation
Beta (1Y Daily)	1,2571	1,2246	0,3340
Dummy UK (1=UK)	0,6957	1,0000	0,4652
Net Debt / Market Cap	0,0183	-0,1386	0,6130
Net Debt / Patrimonio Netto	-0,0958	-0,1862	0,9298
Eccesso Patrimonio / Market Cap	0,3150	0,3135	0,3121
% Azionario	0,3241	0,2845	0,1907
% Obbligazionario	0,2872	0,2835	0,1166
Commissioni di Gestione (€m)	1386,4457	1090,5000	954,5004
Commissioni di Performance (€m)	108,3370	59,5000	134,9451
Incidenza Performance (%)	0,0696	0,0521	0,0756
Market Cap (€m)	5702,4043	4595,6050	3940,0141
AuM Totale (€m)	609830,4348	390600,0000	676658,8856
Utile Atteso FY1 (€m)	485,9918	327,6565	391,7902
Utile Atteso FY3 (€m)	562,1208	441,1665	407,1442
Price / Earnings	18,0302	12,9130	29,7813
Crescita Utile (FY3/FY1)	1,6588	1,1923	3,0728
Redditività su AuM	0,0014	0,0011	0,0009
Market Cap / AuM	0,0202	0,0133	0,0235

3 - Tab. Regressione Beta

Regression Statistics	
Multiple R	0,6281
R Square	39,45%
Adjusted R Square	28,29%
Standard Error	0,2828
Observations	46

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	7	1,9797	0,2828	3,5363	0,0051
Residual	38	3,0390	0,0800		
Total	45	5,0188			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,7785	0,4193	1,8568	7,11%	-0,0703	1,6273	-0,0703	1,6273
Dummy UK (1=UK)	0,2337	0,1849	1,2633	21,42%	-0,1408	0,6081	-0,1408	0,6081
Net Debt / Market Cap	-0,0037	0,0854	-0,0428	96,61%	-0,1766	0,1693	-0,1766	0,1693
Eccesso Patrimonio / Market Cap	0,0406	0,1533	0,2649	79,25%	-0,2698	0,3510	-0,2698	0,3510
% Azionario	0,7733	0,3180	2,4320	1,98%	0,1296	1,4170	0,1296	1,4170
% Obbligazionario	0,0885	0,5387	0,1642	87,04%	-1,0021	1,1791	-1,0021	1,1791
Commissioni di Gestione (€m)	0,0000	0,0001	0,1713	86,49%	-0,0002	0,0002	-0,0002	0,0002
Commissioni di Performance (€m)	0,0000	0,0004	0,1080	91,46%	-0,0008	0,0009	-0,0008	0,0009

4 - Tab. Regressione P/E v01 (con outlier M&G 2022)

Regression Statistics	
Multiple R	0,9864
R Square	97,30%
Adjusted R Square	96,72%
Standard Error	5,3941
Observations	46

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	8	38835,0213	4854,3777	166,8384	0,0000
Residual	37	1076,5628	29,0963		
Total	45	39911,5842			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	-7,6401	9,1524	-0,8348	40,92%	-26,1847	10,9044	-26,1847	10,9044
Dummy UK (1=UK)	-1,4563	3,5185	-0,4139	68,13%	-8,5856	5,6729	-8,5856	5,6729
Net Debt / Market Cap	-4,4297	1,7361	-2,5516	1,50%	-7,9473	-0,9121	-7,9473	-0,9121
Eccesso Patrimonio / Market Cap	-0,9313	3,5191	-0,2646	79,28%	-8,0618	6,1991	-8,0618	6,1991
% Azionario	11,9187	6,2657	1,9022	6,49%	-0,7768	24,6143	-0,7768	24,6143
% Obbligazionario	27,4484	11,4003	2,4077	2,12%	4,3493	50,5475	4,3493	50,5475
Commissioni di Gestione (€m)	-0,0011	0,0020	-0,5465	58,80%	-0,0051	0,0029	-0,0051	0,0029
Incidenza Performance (%)	9,3683	15,1686	0,6176	54,06%	-21,3661	40,1028	-21,3661	40,1028
Crescita Utile (FY3/FY1)	9,7406	0,3632	26,8225	0,00%	9,0048	10,4764	9,0048	10,4764

5 - Tab. Regressione P/E v02 (senza outlier, versione principale)

Regression Statistics	
Multiple R	0,7756
R Square	60,15%
Adjusted R Square	51,30%
Standard Error	5,0981
Observations	45

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	8	1412,6004	176,5751	6,7937	0,0000
Residual	36	935,6796	25,9911		
Total	44	2348,2800			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	-20,8531	10,3458	-2,0156	5,14%	-41,8354	0,1291	-41,8354	0,1291
Dummy UK (1=UK)	-0,7932	3,3377	-0,2376	81,35%	-7,5623	5,9759	-7,5623	5,9759
Net Debt / Market Cap	-4,7822	1,6478	-2,9022	0,63%	-8,1241	-1,4404	-8,1241	-1,4404
Eccesso Patrimonio / Market Cap	1,8761	3,5379	0,5303	59,92%	-5,2991	9,0513	-5,2991	9,0513
% Azionario	11,3563	5,9269	1,9161	6,33%	-0,6640	23,3765	-0,6640	23,3765
% Obbligazionario	31,8549	10,9397	2,9119	0,61%	9,6681	54,0417	9,6681	54,0417
Commissioni di Gestione (€m)	-0,0005	0,0019	-0,2689	78,95%	-0,0043	0,0033	-0,0043	0,0033
Incidenza Performance (%)	15,1295	14,5483	1,0399	30,53%	-14,3759	44,6349	-14,3759	44,6349
Crescita Utile (FY3/FY1)	17,6340	3,4077	5,1748	0,00%	10,7229	24,5452	10,7229	24,5452

6 - Tab. Regressione Price-to-AuM v01 (crescita FY3/FY1)

Regression Statistics	
Multiple R	0,7483
R Square	55,99%
Adjusted R Square	44,99%
Standard Error	0,0174
Observations	46

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	9	0,01388	0,00154	5,08892	0,00019
Residual	36	0,01091	0,00030		
Total	45	0,02478			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	-0,0065	0,0297	-0,2200	82,71%	-0,0669	0,0538	-0,0669	0,0538
Redditività su AuM	17,8129	4,8229	3,6934	0,07%	8,0317	27,5941	8,0317	27,5941
Crescita Utile (FY3/FY1)	0,0011	0,0013	0,8978	37,52%	-0,0014	0,0037	-0,0014	0,0037
Dummy UK (1=UK)	-0,0104	0,0114	-0,9137	36,70%	-0,0336	0,0127	-0,0336	0,0127
Net Debt / Market Cap	-0,0100	0,0057	-1,7550	8,78%	-0,0215	0,0016	-0,0215	0,0016
Eccesso Patrimonio / Market Cap	-0,0129	0,0114	-1,1319	26,52%	-0,0359	0,0102	-0,0359	0,0102
% Azionario	0,0313	0,0203	1,5451	13,11%	-0,0098	0,0725	-0,0098	0,0725
% Obbligazionario	0,0335	0,0378	0,8868	38,11%	-0,0432	0,1103	-0,0432	0,1103
Commissioni di Gestione (€m)	0,0000	0,0000	-0,3685	71,47%	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Incidenza Performance (%)	-0,0599	0,0599	-1,0009	32,35%	-0,1814	0,0615	-0,1814	0,0615

7 - Tab. Regressione Price-to-AuM v02 (crescita relativizzata su AuM)

Regression Statistics	
Multiple R	0,8951
R Square	80,13%
Adjusted R Square	75,16%
Standard Error	0,0117
Observations	46

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	9	0,0199	0,0022	16,1259	0,0000
Residual	36	0,0049	0,0001		
Total	45	0,0248			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	-0,0336	0,0202	-1,6646	10,47%	-0,0745	0,0073	-0,0745	0,0073
Redditività su AuM	14,9766	3,0238	4,9529	0,00%	8,8440	21,1092	8,8440	21,1092
Crescita Utile relativizzata su AuM	22,3192	3,3088	6,7454	0,00%	15,6087	29,0297	15,6087	29,0297
Dummy UK (1=UK)	-0,0003	0,0078	-0,0335	97,35%	-0,0160	0,0155	-0,0160	0,0155
Net Debt / Market Cap	-0,0078	0,0036	-2,1888	3,52%	-0,0151	-0,0006	-0,0151	-0,0006
Eccesso Patrimonio / Market Cap	0,0017	0,0072	0,2358	81,49%	-0,0129	0,0163	-0,0129	0,0163
% Azionario	0,0195	0,0137	1,4227	16,34%	-0,0083	0,0474	-0,0083	0,0474
% Obbligazionario	0,0523	0,0256	2,0476	4,79%	0,0005	0,1042	0,0005	0,1042
Commissioni di Gestione (€m)	0,0000	0,0000	0,7618	45,11%	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Incidenza Performance (%)	0,0023	0,0411	0,0569	95,49%	-0,0810	0,0857	-0,0810	0,0857

8 - Tab. Database delle variabili impiegate nell'analisi empirica (panel
società-anno, 2019-2025) — parte 1 di 2

Società	Anno	Beta (1Y Daily)	Dummy UK (1=UK)	Net Debt / Market Cap	Net Debt / Patrimonio Netto	Costi Operativi Stimati (€m)	Patrimonio Minimo di Vigilanza (€m)	Eccesso Patrimonio / Market Cap	% Azionario	% Obbligaziona rio	Commissioni di Gestione (€m)
DWS GROUP	2019	0,6251	0	-0,043	-0,040	1.609	402	0,416	12,52%	30,51%	2.136
DWS GROUP	2020	1,0549	0	-0,104	-0,108	1.437	359	0,403	12,23%	27,74%	2.134
DWS GROUP	2021	0,7762	0	-0,220	-0,211	1.558	389	0,477	12,50%	24,46%	2.371
DWS GROUP	2022	0,9566	0	-0,204	-0,158	1.683	421	0,598	12,06%	23,63%	2.456
DWS GROUP	2023	0,7533	0	-0,390	-0,348	1.735	434	0,528	11,50%	22,54%	2.315
DWS GROUP	2024	1,0408	0	-0,221	-0,236	1.739	435	0,399	10,97%	21,05%	2.479
DWS GROUP	2025	0,8299	0	-0,193	-0,292	1.769	442	0,310	10,78%	19,26%	2.597
AMUNDI (WI)	2019	1,1988	0	0,088	0,139	1.359	340	0,167	15,25%	38,48%	2.422
AMUNDI (WI)	2020	0,9401	0	0,049	0,069	1.319	330	0,210	16,02%	36,73%	2.360
AMUNDI (WI)	2021	0,9534	0	0,045	0,063	1.531	383	0,208	21,66%	32,90%	2.689
AMUNDI (WI)	2022	1,2847	0	-0,142	-0,139	1.676	419	0,317	21,32%	31,78%	2.883
AMUNDI (WI)	2023	1,3358	0	-0,135	-0,150	1.716	429	0,305	22,93%	32,20%	2.834
AMUNDI (WI)	2024	1,2086	0	-0,109	-0,120	1.824	456	0,346	24,29%	33,35%	3.217
AMUNDI (WI)	2025	0,9928	0	-0,134	-0,155	1.782	445	0,363	26,18%	31,97%	3.109
ABERDEEN GROUP	2024	1,3636	1	-0,520	-0,280	1.286	322	1,188	17,00%	33,56%	1.232
ABERDEEN GROUP	2025	1,4647	1	-0,256	-0,197	1.146	286	0,880	13,68%	31,61%	1.413
ASHMORE GROUP	2019	1,0964	1	-0,170	-0,746	148	37	0,196	5,14%	57,76%	334
ASHMORE GROUP	2020	1,1662	1	-0,203	-0,727	117	29	0,237	5,41%	55,41%	360
ASHMORE GROUP	2025	1,1159	1	-0,382	-0,615	108	27	0,539	15,91%	56,82%	153
BRIDGEPOINT GROUP	2021	2,1265	1	-0,072	-0,410	199	50	0,136	69,70%	30,30%	230
BRIDGEPOINT GROUP	2022	2,0682	1	-0,082	-0,166	201	50	0,388	71,05%	28,95%	284
BRIDGEPOINT GROUP	2023	2,0101	1	-0,056	-0,171	239	60	0,249	70,00%	30,00%	305
BRIDGEPOINT GROUP	2024	1,7994	1	0,140	0,422	318	80	0,043	36,99%	19,18%	388
BRIDGEPOINT GROUP	2025	1,9504	1	0,161	0,391	364	91	0,085	35,00%	21,25%	486
M&G	2019	1,2247	1	1,185	1,426	421	105	0,583	28,69%	40,92%	1.176
M&G	2020	1,4342	1	1,457	1,345	871	218	0,755	29,45%	42,23%	1.067
M&G	2021	1,4330	1	0,909	0,890	24.267	6.067	-0,272	34,61%	41,22%	1.114
M&G	2022	1,2925	1	2,025	3,210	21.896	5.474	-0,896	37,86%	36,49%	1.167
M&G	2023	1,2060	1	1,431	1,865	-27	10	0,421	39,21%	38,20%	1.144
M&G	2024	1,1499	1	1,701	2,465	255	64	0,318	39,74%	37,32%	1.191
MAN GROUP	2022	1,4169	1	-0,245	-0,473	846	212	0,242	28,50%	4,24%	906
MAN GROUP	2023	1,2397	1	0,068	0,151	737	184	0,162	27,70%	5,94%	916
MAN GROUP	2024	1,3080	1	0,007	0,014	940	235	0,195	28,40%	10,54%	1.040
MAN GROUP	2025	1,0729	1	-0,078	-0,176	801	200	0,137	37,84%	15,02%	996
NINETY ONE	2020	0,9439	1	-0,134	-1,860	449	112	0,024	44,00%	29,04%	663
NINETY ONE	2021	0,9720	1	-0,156	-1,548	517	129	0,058	47,88%	25,99%	674
NINETY ONE	2022	1,2384	1	-0,176	-0,883	493	123	0,136	47,26%	25,51%	743
NINETY ONE	2023	1,2711	1	-0,207	-0,985	467	117	0,149	45,45%	26,26%	641
NINETY ONE	2024	1,0028	1	-0,248	-0,886	492	123	0,202	46,32%	25,33%	659
NINETY ONE	2025	1,2444	1	-0,167	-0,864	500	125	0,137	45,96%	24,28%	662
QUILTER	2021	1,0982	1	-0,431	-0,610	659	165	0,465	66,99%	23,98%	582
QUILTER	2022	1,4331	1	-0,815	-0,687	526	131	0,781	65,00%	25,02%	567
QUILTER	2023	1,5688	1	-0,500	-0,476	574	144	0,708	62,98%	26,04%	548
QUILTER	2024	1,4243	1	-0,381	-0,580	641	160	0,439	65,00%	25,00%	593
SCHRODERS	2024	1,5149	1	-0,935	-1,102	2.211	553	0,407	24,43%	10,52%	2.710
SCHRODERS	2025	1,2246	1	-0,314	-0,463	2.071	518	0,349	27,33%	10,56%	2.831

8 - Tab. Database delle variabili impiegate nell'analisi empirica (panel
società-anno, 2019-2025) — parte 2 di 2

Società	Anno	Commissioni di Performance (€m)	Incidenza Performan ce (%)	Market Cap (€m)	AuM Totale (€m)	Utile Atteso FY1 (€m)	Utile Atteso FY3 (€m)	Price/Earni ngs	Crescita Utile (FY3/FY1)	Redditività su AuM	Market Cap / AuM	Beta Unlevered (hamada, t=25%)
DWS GROUP	2019	205	8,76%	6.356	767.000	478	591	13,30	1,24	0,0623%	0,83%	0,6443
DWS GROUP	2020	90	4,05%	7.005	793.000	535	640	13,10	1,20	0,0675%	0,88%	1,1482
DWS GROUP	2021	212	8,21%	7.092	928.000	694	756	10,22	1,09	0,0748%	0,76%	0,9218
DWS GROUP	2022	125	4,84%	6.064	821.000	700	730	8,66	1,04	0,0853%	0,74%	1,0856
DWS GROUP	2023	128	5,24%	6.936	896.000	616	787	11,25	1,28	0,0688%	0,77%	1,0190
DWS GROUP	2024	148	5,63%	7.980	1.012.000	706	896	11,31	1,27	0,0697%	0,79%	1,2646
DWS GROUP	2025	318	10,91%	11.280	1.085.000	903	1.040	12,49	1,15	0,0832%	1,04%	1,0631
AMUNDI (WI)	2019	171	6,59%	14.131	1.653.000	985	1.117	14,35	1,13	0,0596%	0,85%	1,0854
AMUNDI (WI)	2020	200	7,81%	13.505	1.729.000	910	1.090	14,83	1,20	0,0527%	0,78%	0,8939
AMUNDI (WI)	2021	427	13,70%	14.733	2.064.000	1.245	1.326	11,83	1,07	0,0603%	0,71%	0,9106
AMUNDI (WI)	2022	171	5,60%	10.805	1.904.000	1.137	1.235	9,50	1,09	0,0597%	0,57%	1,4342
AMUNDI (WI)	2023	123	4,16%	12.606	2.037.000	1.211	1.340	10,41	1,11	0,0594%	0,62%	1,5053
AMUNDI (WI)	2024	145	4,31%	13.188	2.240.000	1.301	1.533	10,14	1,18	0,0581%	0,59%	1,3278
AMUNDI (WI)	2025	173	5,27%	14.571	2.380.000	1.336	1.495	10,91	1,12	0,0561%	0,61%	1,1231
ABERDEEN GROUP	2024	20	1,60%	3.142	447.000	298	288	10,53	0,96	0,0667%	0,70%	1,7262
ABERDEEN GROUP	2025	27	1,88%	4.334	446.000	309	308	14,03	1,00	0,0693%	0,97%	1,7182
ASHMORE GROUP	2019	3	0,89%	4.357	87.600	240	291	18,12	1,21	0,2744%	4,97%	2,4880
ASHMORE GROUP	2020	5	1,24%	3.434	74.000	190	224	18,06	1,18	0,2569%	4,64%	2,5640
ASHMORE GROUP	2025	12	7,27%	1.441	44.000	57	72	25,21	1,26	0,1299%	3,27%	2,0702
BRIDGEPOINT GROUP	2021	17	6,88%	4.834	33.000	87	169	55,33	1,94	0,2647%	14,65%	3,0699
BRIDGEPOINT GROUP	2022	28	8,97%	1.769	38.000	115	154	15,36	1,34	0,3029%	4,65%	2,3629
BRIDGEPOINT GROUP	2023	35	10,29%	2.562	40.000	125	203	20,47	1,63	0,3128%	6,40%	2,3054
BRIDGEPOINT GROUP	2024	70	15,28%	3.588	73.000	221	277	16,26	1,25	0,3023%	4,91%	1,3665
BRIDGEPOINT GROUP	2025	70	12,59%	2.761	80.000	220	311	12,53	1,41	0,2753%	3,45%	1,5085
M&G	2019	31	2,57%	7.278	413.700	1.286	836	5,66	0,65	0,3108%	1,76%	0,5917
M&G	2020	47	4,22%	5.750	408.500	909	663	6,33	0,73	0,2225%	1,41%	0,7141
M&G	2021	21	1,85%	6.176	440.300	485	660	12,73	1,36	0,1102%	1,40%	0,8595
M&G	2022	66	5,35%	4.971	385.600	24	521	209,72	21,98	0,0061%	1,29%	0,3793
M&G	2023	34	2,89%	6.078	395.600	439	688	13,85	1,57	0,1109%	1,54%	0,5028
M&G	2024	41	3,33%	5.752	417.200	506	810	11,37	1,60	0,1212%	1,38%	0,4036
MAN GROUP	2022	739	44,92%	3.059	134.400	576	377	5,31	0,65	0,4287%	2,28%	2,1968
MAN GROUP	2023	165	15,26%	3.228	151.600	242	415	13,34	1,71	0,1596%	2,13%	1,1139
MAN GROUP	2024	285	21,51%	3.086	162.300	346	468	8,91	1,35	0,2134%	1,90%	1,2948
MAN GROUP	2025	247	19,87%	3.017	193.700	200	356	15,11	1,78	0,1031%	1,56%	1,2357
NINETY ONE	2020	24	3,49%	2.329	115.000	159	191	14,61	1,20	0,1386%	2,03%	-2,3897
NINETY ONE	2021	53	7,29%	2.990	155.800	215	238	13,92	1,11	0,1379%	1,92%	-6,0435
NINETY ONE	2022	36	4,62%	1.930	162.300	174	173	11,11	1,00	0,1070%	1,19%	3,6633
NINETY ONE	2023	36	5,32%	1.924	147.400	160	166	12,01	1,04	0,1087%	1,31%	4,8652
NINETY ONE	2024	36	5,18%	1.588	152.000	166	197	9,57	1,19	0,1092%	1,04%	2,9860
NINETY ONE	2025	32	4,61%	2.208	149.900	181	224	12,20	1,24	0,1207%	1,47%	3,5327
QUILTER	2021	0	0,00%	2.929	133.000	173	176	16,90	1,01	0,1303%	2,20%	2,0230
QUILTER	2022	0	0,00%	1.470	112.300	110	109	13,42	1,00	0,0975%	1,31%	2,9572
QUILTER	2023	0	0,00%	1.666	122.900	119	134	14,00	1,13	0,0968%	1,36%	2,4385
QUILTER	2024	0	0,00%	2.619	144.000	163	189	16,10	1,16	0,1129%	1,82%	2,5211
SCHRODERS	2024	75	2,69%	6.284	939.100	553	670	11,36	1,21	0,0589%	0,67%	8,7298
SCHRODERS	2025	93	3,18%	7.508	944.000	551	724	13,64	1,32	0,0583%	0,80%	1,8750

BIBLIOGRAFIA

- Bagna E., *La Valutazione delle Banche*, Egea, Milano 2012.
- Banca d'Italia, *Circolare n. 288 - Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*, 2015.
- Banca d'Italia, *Relazione sulla gestione e sulla sostenibilità*, 2024.
- Bank for International Settlements (BIS), *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, 2011.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), *Basel III Monitoring Report*, 2022.
- Berk J., DeMarzo P., *Corporate Finance* (5th Edition), Pearson Education, 2019.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, *Basel Regulatory Framework*, 2017.
- Boston Consulting Group (BCG), *Global Asset Management Report 2025: From Recovery to Reinvention*, 2025.
- Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano 2020.
- Damodaran A., *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd Edition), John Wiley & Sons, 2002.
- Damodaran, A. *Valuing Financial Service Firms*, *Journal of Financial Perspectives*, Vol. 1, Issue 1. EY Global FS Institute, 2013.
- Damodaran, A., *Applied Corporate Finance* (Fourth Edition), John Wiley & Sons, 2014.
- D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (*Testo Unico Bancario*).

EFAMA, *Annual Review 2024-2025*, 2025.

EFAMA, *Asset Management in Europe*, 2025.

EFAMA, *Asset Management Report - November 2024*, 2024.

EFAMA, *EFAMA's 2025 Fact Book shows consistently declining fund costs*, 2025.

EFAMA, *Record levels of assets under management in Europe driven by strong equity market performance*, 2024.

EFAMA, *Response to the EBA Discussion Paper on Designing a new prudential regime for investment firms*, 2017.

EFAMA, *The role of asset management*, 2025.

ESMA, *Final Report - Guidelines on performance fees in investment funds*, 2020.

ESMA, *Guidelines on performance fees in UCITS and certain types of AIFs*, 2020.

European Banking Authority (EBA), *EBA-CP-2020-06 CP on draft RTS on prudential requirements for Investment Firms*, 2020.

European Banking Authority (EBA), *Profitability - Key drivers and developments in EU/EEA banks' profitability*, 2025.

European Commission, *Prudential rules for investment firms – Finance*, 2021.

Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of Ownership and Control*, in "Journal of Law and Economics", 26 (1983).

Fuller R. J., Kerr H. S., *Estimating the Divisional Cost of Capital: An Analysis of the Pure-Play Technique*, in "The Journal of Finance", Vol. 36, No. 5, 1981.

Gahlon J. M., Gentry J. A., *On the Relationship between Systematic Risk and the Degrees of Operating and Financial Leverage*, in "Financial Management", Vol. 11, No. 2, 1982.

Grabowski R. J., Pratt S. P., *Cost of Capital: Applications and Examples* (4th Edition), John Wiley & Sons, 2010.

Hamada R. S., *The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks*, in "The Journal of Finance", Vol. 27, No. 2, 1972.

Ingves S., *Banking on leverage*, Bank for International Settlements, 2014.

Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in "Journal of Financial Economics", 3 (1976).

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 5th Edition. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2010; McKinsey & Company, John Wiley & Sons, Inc., Settima Edizione, 2020.

KPMG, *IFD/IFR requirements for Investment Firms*, 2021.

Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *The Valuation of Financial Companies: Tools and Techniques to Measure the Value of Banks, Insurance Companies and Other Financial Institutions*, Chichester: John Wiley & Sons, 2014.

Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L., *Corporate Valuation. Measuring the Value of Companies in Turbulent Times*, Wiley Finance Editions, John Wiley & Sons, 2016.

Lev B., *On the Association between Operating Leverage and Risk*, in "Journal of Financial and Quantitative Analysis", Vol. 9, No. 4, 1974.

Loyens & Loeff, *The IFR and IFD: the new prudential regime for investment firms*, 2021.

Mandelker G. N., Rhee S. G., *The Impact of the Degrees of Operating and Financial Leverage on Systematic Risk of Common Stock*, in "Journal of Financial and Quantitative Analysis", Vol. 19, No. 1, 1984.

McKinsey & Company, *Asset management 2025: The great convergence*, 2025.

McKinsey & Company, *Assets up, but profits stuck*, 2025.

McKinsey & Company, *How AI could reshape the asset management industry*, 2025.

McKinsey & Company, *The European asset management industry: Navigating volatile times*, 2025.

Modigliani F., Miller M. H., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in "The American Economic Review", Vol. 48, No. 3, 1958.

Moody's Investor Service, *Reform in Europe will pressure asset manager fees: Moody's*, 2018.

PwC, *Asset and Wealth Management Revolution 2025 - The profitability paradox: Competing for relevance and return*, 2025.

PwC Strategy&, *Asset Management Study 2025*, 2025.

Rubinstein M. E., *A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory*, in "The Journal of Finance", Vol. 28, No. 1, 1973.

Unione Europea, *Regulation (EU) 2019/2033 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on the prudential requirements of investment firms*, 2019.

SITOGRAFIA

Amundi S.A., *Amundi announces that it has signed a binding agreement with UniCredit in order to acquire Pioneer Investments for an all-cash consideration of €3,545 million*, Comunicato Stampa Ufficiale, Parigi, Dicembre 2016. Reperibile all'indirizzo: [Asset Management Strategies for Financial Growth | About Amundi](#), ultimo accesso: 8 luglio 2026.

Anima Holding S.p.A., *Comunicato Stampa del 21 Maggio 2024: Avvio programma di acquisto azioni proprie Anima Holding S.p.A. per un controvalore massimo pari a €40 milioni*, [Comunicato buybackmag2024_ENG.pdf](#), ultimo accesso: 04 luglio 2026.

Anima Holding S.p.A., *Comunicato Stampa del 16 Settembre 2024: Conclusione programma di acquisto di azioni proprie*, [17. Anima Buyback Final Report 16.09.24.pdf](#), ultimo accesso: 04 luglio 2026.

Azimut Holding S.p.A., *Comunicato Stampa del 6 Novembre 2025: Azimut Holding - strong 9M 2025 results drive new guidance and dividend policy / Aggiornamento progetto TNB*, <https://backend.azimut.it/documents/d/azimut-group/cs-9m-2025>, ultimo accesso: 02 luglio 2026.

ArcAdiA - Università Roma Tre, *Società di gestione collettiva del risparmio e fondi comuni di investimento al vaglio delle categorie di diritto privato*, <https://arcadia.sba.uniroma3.it/bitstream/2307/40431/1/societ%C3%A0%20di%20gestione%20collettiva%20del%20risparmio%20e%20fondi%20comuni%20di%20investimento%20al%20vaglio%20di%20categorie%20di%20diritto%20privato.pdf>, ultimo accesso: 28 maggio 2026.

Assogestioni, *Consultazione ESMA sulle linee guida in materia di commissioni di performance*, 2019, <https://www.assogestioni.it/printpdf/11170>, ultimo accesso: 5 giugno 2026.

Assogestioni, *La storia del risparmio*, 2013, https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/storia_del_risparmio_2013.pdf, ultimo accesso: 25 maggio 2026.

BNP Paribas, *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive - UCITS Directive – regulation memo*, <https://securities.cib.bnpparibas/ucits-directive-eu-regulation/>, ultimo accesso: 10 giugno 2026.

Borsa Italiana, *Le società di gestione del risparmio o SGR*, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/sgr.htm>, ultimo accesso: 29 maggio 2026.

FCLTGlobal, 2018. *The Dangers of Buybacks: Mitigating Common Pitfalls*, report disponibile al link <https://www.fcltglobal.org/resource/buybacks/>, ultimo accesso: 03 luglio 2026.

Firstlinks, *What Luxembourg and UCITS now offer Australian investors*, 2017, <https://www.firstlinks.com.au/luxembourg-ucits-australian-investors>, ultimo accesso: 16 giugno 2026.

Institutional Investor, *UCITS Directive Enhances European Asset Management Sector*, <https://www.institutionalinvestor.com/article/2btg9q9g36fylzv4ew8ao/portfolio/ucits-directive-enhances-european-asset-management-sector>, ultimo accesso: 8 giugno 2026.

Intesa Sanpaolo S.p.A., *Report on operations - Annual Report 2021, Comunicazioni sociali e documenti di bilancio*, Torino, 2021. Reperibile all'indirizzo: [2021_Annual_report.pdf](#), ultimo accesso: 10 luglio 2026.

JD Supra, *ESMA Guidelines in respect of Performance Fees*, 2020, <https://www.jdsupra.com/legalnews/esma-guidelines-in-respect-of-22552/>, ultimo accesso: 18 giugno 2026.

Kellogg School of Management, *Jensen and Meckling: Agency and Firms' Ownership Structure*, <https://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/hubbard/ec174/lectures/7JENSEN.htm>, ultimo accesso: 2 giugno 2026.

Morningstar, *SGR | Glossario*, <https://www.morningstar.it/it/glossary/101653/sgr.aspx>, ultimo accesso: 22 giugno 2026.

Spanish Financial Forum (SFF), *UCITS - a European success story*, 2021, <https://sff-camara.com/sff-magazine-october-2021/ucits-a-european-success-story/>, ultimo accesso: 12 giugno 2026.

Websim, 7 Novembre 2025. *Azimut - Annunciato buyback da 500 milioni di euro, Report Analitico*. Reperibile all'indirizzo: [[Azimut - Annunciato buyback da 500 milioni di euro - Websim](#)], ultimo accesso: 02 luglio 2026.

William Fry, *ESMA issues Guidelines on calculation of performance fees*, 2020, <https://www.williamfry.com/knowledge/esma-issues-guidelines-on-calculation-of-performance-fees/>, ultimo accesso: 20 giugno 2026.