

UFFICIO STUDI MEDIUMBANCA
INDAGINE SUI FONDI E SICAV ITALIANI
(1984-2013)

25 luglio 2014

L'indagine è giunta alla XXIII edizione. Essa comprende un'opera su carta e materiali pubblicati su internet all'indirizzo www.mbres.it.

L'opera su carta – scaricabile integralmente dal sito anche in formato digitale – si basa sui *rendiconti annuali* dei fondi che vengono raccolti ed elaborati traendone statistiche aggregate. L'obiettivo è quello di fornire uno strumento informativo sull'insieme dell'industria e non sui singoli fondi, dei quali sono peraltro pubblicate le principali voci del rendiconto nel sito internet di cui sopra.

Le statistiche aggregate comprendono:

- una tabella riepilogativa (Tab. I) che dimostra la *variazione del patrimonio netto*: raccolta netta, proventi distribuiti, risultato (quest'ultimo, a sua volta, esposto come somma di utili e perdite da negoziazione, svalutazione e rivalutazione del portafoglio, oneri di gestione, imposte, proventi da investimenti e altri costi e ricavi);
- quattro tabelle di *dettagli* (Tabb. da II a V);
- la Tab. I riporta in calce un *indicatore di rendimento netto* calcolato come rapporto percentuale tra il risultato dell'esercizio e il patrimonio netto che i gestori hanno avuto mediamente a disposizione nel corso dell'anno (l'andamento temporale del rendimento lordo, confrontato con analoghi indicatori tratti da altre fonti, è riportato nel Graf. 6 qui allegato);
- la Tab. V riporta dati sulla negoziazione dei titoli e inoltre un *indicatore di turnover* (rapporto tra vendite e valore medio del portafoglio) che mette in evidenza quante volte gli investimenti vengono movimentati in un anno.

Nel sito internet (www.mbres.it) sono disponibili:

- il dettaglio degli oneri e dei proventi che generano il risultato aggregato;
- il *costo medio aggregato di gestione dei fondi* (rapporto tra oneri di gestione e patrimonio netto medio);
- il *raffronto tra rendimenti aggregati e benchmark* (aggiornamento in corso di elaborazione);
- informazioni sull'*asset allocation* (aggiornamento in corso di elaborazione);
- dati di dettaglio sugli *oneri di negoziazione* evidenziati nei rendiconti (aggiornamento in corso di elaborazione);
- FAQ e recensioni di articoli e ricerche;
- dati di dettaglio sui singoli fondi (Tab. VI).

L'EDIZIONE 2014
972 fondi di diritto italiano

Questa edizione considera 972 fondi di diritto italiano facenti capo agli operatori più importanti per patrimonio gestito (24 per i fondi aperti), oltre a 1417 fondi incorporati e liquidati sino a tutto il 2013. Il tasso di rappresentatività dell'industria in termini di patrimonio è del 95% nel comparto dei fondi aperti e di oltre il 97% nelle altre categorie - eccetto chiusi e immobiliari -. Rispetto all'edizione precedente sono stati rilevati 154 fondi in più, tenuto conto di 90 fondi incorporati o liquidati, nonché di 15 fondi per i quali il rendiconto non è stato reso disponibile.

Sintesi

- **Raccolta netta positiva dopo 9 anni in rosso:** era dal 2003 che le sottoscrizioni dei fondi italiani non superavano i riscatti. Nel 2013 la raccolta netta è stata positiva per circa 17 miliardi di euro; nel complesso il patrimonio a fine 2013 ha segnato il terzo minor ammontare degli ultimi 16 anni. Il ridimensionamento dell'industria (ancora quattordicesima nel contesto internazionale; era quarta nel 2004) si traduce in un'incidenza dei patrimoni gestiti sul PIL pari al 9% contro il 42% nel 1999; l'Italia appare in forte controtendenza rispetto all'Europa dove l'incidenza nello stesso periodo è salita dal 48% al 75%.
- **Risultato positivo di gestione:** nel 2013 i fondi hanno chiuso i loro conti con un utile di 8,6 miliardi di euro (su un patrimonio da gestire che ad inizio anno era pari a 201 miliardi). Il rendimento netto medio del patrimonio è valutabile al 3,4%, che ha beneficiato particolarmente del recupero dei fondi azionari (11,7%) e dei bilanciati (5,6%), come pure dei fondi pensione, sia negoziali (5,4%) che aperti (8,1%); i fondi obbligazionari si sono fermati all'1,9%.
- **Modalità di gestione:** i costi di gestione sono scesi all'1,2% del patrimonio con la punta del 2,9% nel comparto azionario, nuovo massimo storico (quasi quattro volte rispetto ai fondi USA). Anche la **rotazione** del portafoglio (il cui completo rigiro avviene ogni 9 mesi) si è confermata elevata, specie se confrontata con la media dei fondi azionari americani (che supera i due anni).
- **Valutazione di lungo periodo:** i rendimenti in un'ottica di lungo periodo sono ancora insoddisfacenti; chi avesse investito in tutti i fondi italiani negli ultimi 30 anni avrebbe subito, rispetto ad un impiego annuale in BOT a 12 mesi, una perdita di una volta il patrimonio iniziale (aumentato nel periodo di sole 3,9 volte contro le 4,9 dei BOT). Sulla base del tasso *risk free*, il frutto dei fondi aperti mette in evidenza una distruzione di valore pari a circa 86 miliardi di euro nell'ultimo quindicennio.
- **Nel 2014:** secondo le statistiche ufficiali disponibili, nei primi tre mesi del 2014 vi è stata una prevalenza delle sottoscrizioni sui riscatti per 6,6 miliardi di euro nei fondi di diritto italiano. I fondi *roundtrip* (promossi all'estero da gestori italiani) hanno segnato un volume di raccolta netta pari a 13,1 miliardi. La *performance* degli italiani nel periodo è valutabile nell'ordine dell'1,5%.

Patrimonio complessivo (Edizione 2014 carta, Tab. I, pagg. 2-5).

I 972 fondi indagati dall'Ufficio Studi contavano alla fine del 2013 un patrimonio aggregato pari a 225 miliardi di euro, dei quali 144 miliardi relativi a fondi comuni aperti (Graf. 1).

Il ritorno ai livelli del 2010 – quando i fondi italiani avevano in gestione 230 miliardi – è avvenuto principalmente in forza della raccolta netta, tornata in positivo (17,1 miliardi) dopo nove anni ininterrotti in rosso, oltre che di un risultato lordo pari a +8,6 miliardi di euro. La variazione complessiva del patrimonio (+24,3 miliardi di euro, al netto dei proventi distribuiti per 1,3 miliardi) è la più elevata degli ultimi 14 anni; nel periodo la diminuzione complessiva di risorse gestite assomma a ben 221 miliardi di euro, poco meno della metà dei 456 miliardi a fine 1999.

Il risultato al lordo delle imposte ha beneficiato di 5,6 miliardi circa di utili netti sul portafoglio, costituiti all'incirca per metà da decrementi di valore originate dalla flessione dei prezzi sui mercati finanziari. Gli oneri di gestione hanno ripreso a crescere (2,6 miliardi di euro contro i 2,4 del 2012).

Quanto alle singole categorie, quella più importante dei fondi comuni aperti presenta un patrimonio gestito in ripresa (+14,3%). Essi hanno chiuso l'esercizio con un risultato al lordo delle imposte positivo per 5,8 miliardi di euro, sommatosi a sottoscrizioni nette per 13,2 miliardi (approfondite nel paragrafo a seguire); gli oneri di gestione qui presentano un incremento del 10%. In nero il risultato lordo di imposte anche per le altre categorie di fondi (fatti salvi gli immobiliari), essenzialmente come riflesso del saldo positivo utili-perdite su titoli - per vendite e rimborsi o da valutazione -.

Secondo la classifica internazionale redatta dalle associazioni di categoria statunitense (ICI - Investment Company Institute) ed europea (EFAMA - European Fund and Asset Management Association) su dati che le associazioni nazionali hanno fornito sui rispettivi fondi comuni armonizzati (OICVM¹), a fine 2013 l'industria mondiale dei fondi contava un patrimonio gestito pari a 21.790 miliardi di euro, un importo che superava del 22,7% i 17.752 miliardi dell'anno pre-crisi 2007.

Gli Stati Uniti mantengono saldamente il primo posto con una frazione di attivo gestito mondiale in marcata crescita rispetto al 2012 (la metà esatta contro 48,6%, anche in forza della crescita del 10,1% delle masse in gestione); il recupero USA trova esatto contraltare nella sensibile flessione di Australia (-0,8%; -6,8% in termini di patrimonio) e Brasile (-0,6%, con attivi netti in calo del 9%). L'Europa ha pure guadagnato terreno (da 30,7% nel 2012 a 31,2%), beneficiando in particolare delle maggiori quote di Regno Unito (3,9% a fronte del 3,7% del 2012) e Lussemburgo (10,1% contro il 9,8%). L'Australia (5,4% sul 6,2% dell'anno precedente) mantiene in ogni caso la seconda piazza, per il contemporaneo calo della Francia (arretrata dal 5,5% al 5,1%).

In Asia i valori più importanti continuano a venire dal Giappone, nonostante una quota ridotta per il quarto anno consecutivo (dal 2,8% al 2,6%). Pur restando poco rilevante, la Cina ha mantenuto costante la porzione di attivo gestito a livello mondiale (1,6% del totale). Tra gli emergenti il paese più importante è ancora il Brasile - nonostante sia stato sopravanzato dal Regno Unito -, incidendo per il 3,4% sul totale mondiale.

Escludendo Lussemburgo e Irlanda, l'Italia mantiene la quattordicesima posizione dopo un quadriennio di perdita di quota in graduatoria: viene dopo Stati Uniti, Australia, Francia, Brasile, Regno Unito, Canada, Giappone, Cina, Germania, Svizzera, Corea, Spagna e Svezia – il primo paese a seguire, il Sudafrica, gestisce masse di circa un terzo inferiori -. A Hong Kong l'ammontare delle risorse gestite dai fondi

¹ Organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (in inglese UCITS - Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities). Si tratta dei fondi armonizzati secondo le direttive europee.

nell'ultimo anno di rilevazione (2007) era all'incirca doppio di quello del patrimonio dei fondi italiani nello stesso periodo.

Nel 2004 (anno nel quale, secondo le statistiche EFAMA, il valore del patrimonio gestito dai fondi armonizzati italiani toccò il massimo storico di 376 miliardi di euro) la nostra industria era al 4° posto, alle spalle solo di USA, Francia e Australia. Nel 2005 la retrocessione in ottava piazza, con sorpasso di Regno Unito, Canada, Giappone e Hong Kong (uscita dalla graduatoria nel 2008); nel 2007 è la volta del Brasile, con l'aggiunta della Cina (le cui rilevazioni sono per la prima volta disponibili), nel 2009 della Germania e nel 2010 di Corea e Svizzera, nel 2011 della Spagna e nel 2012 della Svezia. Lussemburgo e Irlanda ospitano essenzialmente fondi *esterovestiti* (rispettivamente, 2.198 miliardi e 1.044 miliardi).

Nel 2013 il patrimonio dei fondi italiani rapportato al PIL (compresi i non armonizzati) è stato pari al 13% contro la media europea del 75%. Limitandosi ai fondi aperti armonizzati, il rapporto è del 9,3% dopo aver toccato il massimo del 42,2% nel 1999 (Graff. 2 e 3).

I gestori italiani hanno favorito lo spostamento all'estero – principalmente in Lussemburgo – di una quota significativa dei patrimoni in gestione. La trasparenza nel Granducato è inferiore a quella in Italia; quella dei fondi irlandesi è assai più mediocre. Questi fondi sono chiamati *roundtrip* e alla fine del 2013 costituivano il 58% del patrimonio dei fondi aperti seguiti da gestori italiani (erano il 38% appena 6 anni prima); per circa i quattro quinti erano di diritto lussemburghese.

I dati pubblicati dalla CSSF - Commission de Surveillance du Secteur Financier (Lussemburgo) segnalano che a fine 2013 i gestori di tutto il mondo avevano domiciliato nel Granducato fondi il cui patrimonio aggregato totalizzava 2.615 miliardi di euro, il 27% in più della consistenza di fine 2007; le provenienze più importanti erano, nell'ordine, gli Stati Uniti (22,7%), la Germania (15,2%) e il Regno Unito (15,1%; nel 2003 era appena al 6,5%) che ha sopravanzato la Svizzera (14,3%; nel 2005 era prima con il 19,5%); gli italiani conservano stabilmente il quinto posto, in virtù dei 210 miliardi di euro gestiti (8% del totale), seguiti dalla Francia (7,4%). Si ricorda che nel 2004 la quota appannaggio dell'Italia aveva toccato il massimo storico (11,9% per 132 miliardi di euro, in quarta piazza davanti al Regno Unito con appena il 7,5%).

Relativamente all'Irlanda, l'IFIA - Irish Funds Industry Association dichiarava che a fine 2013 i patrimoni gestiti dei fondi domiciliati in quel paese, comprendendo i non armonizzati, erano pari a 1.344 miliardi di euro. La ripartizione per nazionalità del gestore è approssimativa: il peso dei gestori locali era valutato al 2% e per quelli italiani si comunicava una percentuale analoga; dominavano, rispettivamente, statunitensi (53%) e britannici (32%).

Raccolta netta
(Edizione 2014 carta, Tab. I, pagg. 2-5).

La raccolta netta dei fondi italiani non registrava un saldo positivo dal 2003. Il volume delle sottoscrizioni nel 2013 ha superato quello dei riscatti di 17,1 miliardi di euro (13,2 miliardi per i soli fondi aperti). L'insieme indagato dall'Ufficio Studi ha subito nel decennio sino al 2013 un deflusso pari a 219 miliardi di euro, con i soli fondi aperti e Sicav a 263 miliardi, cifra pari a 1,8 volte il patrimonio in essere a fine 2013.

Nel 2013 la raccolta netta è risultata positiva anche per altre categorie, particolarmente nei fondi pensione: 3,8 miliardi di euro, per i tre quarti circa – come di consueto - in quelli negoziali. Negativi invece i fondi di fondi non collegati (0,2 miliardi di euro) e ancor più gli speculativi (un miliardo).

In Europa l'industria dei fondi è stata interessata nel 2013 da afflussi di risparmio ancor più consistenti rispetto all'anno precedente. La raccolta netta complessiva è stata pari a 383 miliardi di euro tra armonizzati e non armonizzati a fronte dei 312 del 2012; il patrimonio gestito presenta un robusto incremento (9% circa, da 8.985 a 9.788 miliardi). Con riferimento ai fondi armonizzati, ingenti flussi netti positivi hanno interessato bilanciati (113,5 miliardi), azionari (99,3 miliardi) e obbligazionari (70,2 miliardi), mentre i fondi monetari presentano raccolta netta in mercato rosso (84,2 miliardi). La sola Francia è stata colpita da cospicui deflussi netti (75 miliardi). Ingenti sottoscrizioni si sono invece verificate nei fondi lussemburghesi (153,1 miliardi), irlandesi (56,3 miliardi), spagnoli (23,1 miliardi) e britannici (21,9 miliardi).

Per i primi tre mesi del 2014 i dati diffusi dall'associazione italiana dei gestori paiono confermare per l'intera industria una qualche inversione di tendenza dopo nove anni consecutivi in rosso (dal 2003 al 2012): le sottoscrizioni hanno prevalso sui riscatti per 19,7 miliardi di euro; al saldo positivo dei fondi *roundtrip* (13,1 miliardi) si è sommato l'apporto dei fondi di diritto italiano (6,6 miliardi). Tra gennaio e marzo di quest'anno le variazioni di segno positivo più cospicue hanno interessato, analogamente al corrispondente periodo del 2013, i fondi flessibili (12,8 miliardi) e gli obbligazionari (8,4 miliardi); bilanciati (2,3 miliardi) e azionari (2,2 miliardi) anch'essi in nero, con i soli fondi monetari (-1,2 miliardi) colpiti da riscatti.

Nei primi tre mesi del 2014 per l'insieme dei paesi europei si sono verificati afflussi netti ancor più consistenti (147,9 miliardi di euro) che non nel medesimo periodo del 2013; a fare la parte del leone ancora una volta Lussemburgo (64,3 miliardi) e Irlanda (29,6 miliardi), cui si aggiungono Norvegia, Spagna e - in controtendenza rispetto agli ultimi anni - Francia, con raccolta netta superiore ai 10 miliardi di euro. A beneficiare principalmente delle sottoscrizioni nette i fondi obbligazionari e bilanciati (61,1 e 44,6 miliardi rispettivamente) come pure gli azionari (27 miliardi), con i monetari in ripresa dopo un quinquennio costantemente in rosso (13,8 miliardi).

Risultato e rendimento

(Edizione 2014 carta, Tab. I, pagg. 2-6, Tab IV, pagg. 113-128, Tabella su internet file *Dati e indici*).

Nel 2013 i 972 fondi italiani censiti in questa indagine hanno chiuso i loro bilanci con un utile lordo di imposte di 8,7 miliardi di euro (13,4 miliardi di utile lordo nel 2012). I dati per i soli fondi aperti sono rispettivamente 5,8 miliardi di euro di utili lordi nel 2013 contro 9,9 miliardi nel 2012. Nel 2013 si è confermata solo in parte la ripresa osservata nel 2012, con gli utili su titoli passati da 10,7 a 5,7 miliardi di euro. Le pesanti perdite dell'anno di crisi 2008 non sono state peraltro ancora riassorbite del tutto: dei 29,7 miliardi di euro di minusvalenze subite in quell'anno sono stati recuperati nel quinquennio 2009-2013 appena 26,1.

L'utile del 2013 per il complesso dei fondi, pari a 8,6 miliardi, rappresenta il saldo delle seguenti partite: i) le già citate plusvalenze sul portafoglio (utili su negoziazioni per 3 miliardi e da valutazione per 2,7 miliardi); ii) gli oneri di gestione addebitati per 2,6 miliardi di euro (in aumento rispetto ai 2,4 miliardi del 2012); tra i ricavi, iii) il complesso di cedole, dividendi e altri proventi degli investimenti è stabile a 3,9 miliardi, mentre iv) il saldo altri proventi e oneri (incluse imposte prelevate principalmente sui fondi pensione per -0,5 miliardi) è stato positivo per 1,7 miliardi.

Nel 2013 il rendimento netto medio dell'insieme dei 972 fondi è stato pari al 3,4%². I fondi aperti hanno segnato il 6,9%: hanno contribuito particolarmente in positivo gli azionari (11,7%), i bilanciati (5,6%) e gli obbligazionari (1,9%), con i flessibili al 3,4%; i fondi di mercato monetario (di liquidità sino al febbraio 2012) hanno reso l'1,1%. Hanno registrato *performance* positive anche i fondi riservati (3,5%), i fondi di fondi (collegati 1,9%, non collegati 2,8%), gli speculativi (7,7%), i fondi pensione negoziali (5,4%) e aperti (8,1%). In negativo, come nel 2012, i soli fondi immobiliari (-2,9%).

Rimanendo sui fondi pensione, quelli negoziali hanno chiuso il 2013 cumulando un rendimento da fine 2000 del 45%, che per la prima volta dal 2006 supera la rivalutazione del TFR, pari al 41,1%, beneficiando delle buone *performance* di 2012 e 2013. I fondi pensione aperti guadagnano appena il 17,9% complessivo nel tredicennio, e in ognuno degli anni dal 2001 il loro rendimento cumulato rimane distante (25 punti nella media dei 13 anni, 29 per l'ultimo quinquennio) rispetto a quello del TFR.³ Lievemente migliore il raffronto riferito all'ultimo quinquennio e ai 10 anni da fine 2003, periodi nei quali il rendimento dei fondi pensione, sia per i negoziali (+27,6% e +42,5% rispettivamente) sia per gli aperti (+33,5% e +36,2%), supera la rivalutazione del TFR (13,3% e 29,3%).

² Il rendimento è calcolato come rapporto tra il risultato netto e la media del patrimonio netto escluso lo stesso risultato (media mensile dal 2000 al 2010; dal 2011 si è ripristinata quella annua considerata l'indisponibilità dei dati mensili di patrimonio e raccolta netta per i fondi gestiti da alcune SGR del campione). A partire dal 2008 è stato ottenuto come capitalizzazione dei rendimenti mensili. La tassazione è stata valutata per gli OICR diversi dai fondi pensione e dai fondi immobiliari in una frazione del risultato pari al 12,5% per il 2011 e all'aliquota fiscale sintetica dal 2012 (ipotizzando il realizzo delle quote all'inizio dell'anno successivo a quello di riferimento, è stata assunta per ciascun fondo del campione quella determinabile sulla base della percentuale di titoli governativi di Stati inclusi nella *white list*, che la SGR promotrice indica come valida per il primo semestre dell'anno successivo; detti titoli subiscono un'imposizione del 12,5% in luogo del 20% vigente per le altre attività in portafoglio). Per un approfondimento delle questioni metodologiche si rinvia alla recensione *I problemi dei fondi comuni italiani*, pubblicata nel 2008 nel sito www.mbres.it.

³ Queste considerazioni riguardano l'efficienza dello strumento il cui giudizio non può essere mitigato dal fatto che il risparmiatore-lavoratore gode di benefici fiscali oltre all'opportunità di fruire di contributi addizionali versati dai datori di lavoro.

Sulla base dei dati disponibili, è possibile valutare che i fondi aperti italiani abbiano chiuso il primo trimestre 2014 con una *performance* dell'1,5% circa. A livello europeo, gli armonizzati hanno chiuso i primi tre mesi del 2014 con utili netti valutabili intorno all'1,4% del patrimonio netto. I due terzi circa dei recuperi di valore sono venuti dai fondi lussemburghesi, britannici e francesi.

Valutazione del rendimento dei fondi nel lungo periodo (Tab. 1 e grafici 4 e 5 in calce a questa nota).

Nel 2013 il rendimento medio netto dei fondi considerati in quest'indagine è stato pari al 3,4%. Visto in una prospettiva di lungo periodo, il rendimento permane insoddisfacente rispetto a quello degli impieghi alternativi (Tab. 1 in calce a questa nota). Il confronto con il tasso *risk free* è favorevole se si considerano gli ultimi cinque anni (0,7 punti all'anno in più, che si traduce in un guadagno in conto capitale del 4%), ma permane negativo riferendosi agli ultimi 10 (0,4 punti all'anno in meno, con una perdita in conto capitale del 4,7%). Chi avesse tenuto un portafoglio con tutti i fondi disponibili negli ultimi 30 anni avrebbe subito, rispetto ad un impiego annuale in BOT a 12 mesi, una perdita di patrimonio di una volta il patrimonio iniziale – aumentato nel periodo di sole 3,9 volte contro le 4,9 dei BOT -.

Limitandosi ai fondi azionari, la *performance* 2013 è stata dell'11,7%, inferiore a quella (21,9%) delle borse internazionali - loro principale mercato di riferimento -, come pure alla *performance* della Borsa italiana (20,7%). Anche qui, la prospettiva di lungo periodo propone un quadro non favorevole. Negli ultimi 5 anni i guadagni dei fondi azionari italiani (8,5% medio annuo) sono stati inferiori a quelli della media internazionale (15,2%), come pure nell'ultimo decennio (2,3% annuo contro 6%), mentre nei trent'anni di attività dei fondi di diritto italiano la *performance* è inferiore anche a quella della Borsa italiana (2,7% medio annuo a fronte del 4,1% per le azioni nazionali e del 6,8% per le borse internazionali).

L'industria dei fondi continua a rappresentare un apporto distruttivo di ricchezza per l'economia del Paese. Se in una prospettiva di 5 anni si può calcolare un *surplus* di rendimento rispetto ad impieghi *risk-free* nell'ordine dei 6 miliardi di euro, in un contesto decennale si verifica invece una distruzione di ricchezza intorno ai 7 miliardi, che diviene di ben 86 miliardi sui 15 anni. Ove si tenesse conto del premio al rischio per la componente azionaria, la distruzione di ricchezza dal 2004 al 2013 sarebbe nell'ordine dei 38 miliardi di euro, importo che aumenta a 155 miliardi considerando il quindicennio che inizia nel 1999 (tale ammontare supera del 7% circa la consistenza dei fondi aperti alla fine dell'ultimo anno)⁴.

Questi risultati rispecchiano le politiche di impiego liberamente scelte dai gestori (ed accettate dai risparmiatori i quali sono consigliati il più delle volte dai promotori e dalle banche⁵). Il confronto sui *benchmark* scelti per i singoli fondi sarà oggetto di una successiva analisi.

⁴ Questi calcoli presuppongono l'uso di *benchmark* di sistema, rappresentati dal tasso *free risk* sui titoli di stato (peraltro assai basso negli anni recenti). Su queste problematiche si rinvia al documento *I problemi dei fondi comuni italiani*, pubblicato nel sito internet http://www.mbres.it/ita/mb_publicazioni/fondi.htm. Il *risk premium* sulla quota azionaria è supposto pari a 6 punti, misura usata internazionalmente da accademici e investitori (rilevazioni di P. Fernández e J. Del Campo della IESE Business School, University of Navarra, marzo 2011).

⁵ Secondo i dati della Banca d'Italia, a fine 2012 i gruppi bancari nazionali controllavano fondi aperti di diritto italiano cui faceva capo il 76% circa (79% nel 2011) del patrimonio complessivo.

Il confronto dei risultati dell'industria dei fondi nei principali Paesi è problematico. Come ricordato nelle precedenti edizioni di questa indagine, la valutazione dei divari è complicata dai diversi regimi fiscali, dalle diverse capacità professionali presenti nel settore, dai diversi assetti proprietari dei gestori da cui conseguono politiche commerciali differenziate. Vi è anche il problema della diversa trasparenza delle associazioni di categoria (ad esempio, di quella irlandese).

I dati disponibili sui fondi aperti dei principali Paesi consentono di stimare la *performance* cumulata da fine 2007. Sono occorsi sei anni per il completo recupero dei livelli pre-crisi: fatto 100 il 2007, Germania, Lussemburgo e Spagna si attestano intorno a 104-105, Francia e Italia tra 106 e 107. La migliore *performance* è stata ottenuta dai fondi britannici; essa ha portato a 109 il patrimonio nei sei anni chiusi a fine 2013.

Il motivo delle diverse *performance* sta nella quota del portafoglio costituita da azioni e nella capacità dei gestori di selezionare gli impieghi più adeguati.

A fronte di una media mondiale di quota gestita da fondi azionari pari nel 2013 al 44%, i fondi britannici esibiscono l'incidenza massima, pari al 62%, con Stati Uniti e Germania entrambi al 52%; quelli italiani sono al minimo del 12%.

Gli altri paesi sono a livelli intermedi; ragguardevole la quota del Giappone (80%).

Composizione del portafoglio (Edizione 2014 carta, Tab. II, pag. 22-25 totale fondi).

Il patrimonio dei 972 fondi italiani era costituito da titoli per l'84% e da attività diverse nette per il residuo 16%. Nei titoli figuravano titoli di Stato e obbligazioni per il 67,7%, azioni per il 18% e quote di altri fondi per il 14,3%. Nei soli fondi aperti la quota dei titoli di Stato e delle obbligazioni era pari al 73,6%, mentre la quota degli altri fondi scendeva al 10%. Per quest'ultimo tipo di impiego - caratterizzante le categorie dei fondi di fondi e di quelli speculativi; nei riservati è pressoché assente - l'incidenza sul patrimonio complessivo di tutti i 972 fondi è pari al 12% (in crescita sul 10,1% del 2012).

Le strutture di portafoglio più aggressive sono evidenziate dai fondi chiusi (impieghi in azioni pari all'80,6% dell'intero patrimonio) e dai fondi pensione aperti (quota azionaria pari al 22,1% e impieghi in altri fondi al 24,9%).

Rotazione

(Edizione 2014 carta, Tab. V, pagg. 140-143 totale fondi).

Nel 2013 il *turnover* dei 972 fondi si è ridotto a 1,3 volte (contro le 1,5 del 2012), tornando su livelli comparabili con quelli degli anni 2009 (1,2 volte) e 2010 (1,4).

Nel dettaglio, la rotazione è 1,5 volte per i titoli di Stato e le obbligazioni (1,7 nel 2012), 1,2 volte per le azioni (contro 1,3) e 0,6 per le quote di fondi (l'anno precedente era 0,8).

Si tratta in ogni caso di livelli elevati ed anomali nel contesto internazionale.

Il rigiro del portafoglio avviene mediamente ogni 9 mesi circa per titoli di Stato e obbligazioni, quello azionario ogni 10 mesi.

La gestione continua dunque ad avvenire su visioni di brevissimo periodo se raffrontate, ad esempio, alla media americana, pari a oltre due anni.

Generalmente, nei Paesi anglosassoni la rotazione viene giudicata eccessiva quando supera 0,8 volte e viene giustificata solo con una gestione attiva nello *stock picking*.

Il *turnover* pubblicato dall'ICI, riferito ai fondi azionari americani, è stato pari nel 2013 mediamente a 0,41 volte (non distante dalla media del periodo 1980-2013 pari a 0,61).

Come è noto, una rotazione eccessiva si traduce in maggiori oneri di negoziazione che gravano sugli investitori attraverso riduzioni di rendimento.

Costi di gestione

(v. Tabelle su internet, file *Dati e indici*).

Il volume delle commissioni addebitate ai risparmiatori nel 2013, pari a 2,6 miliardi di euro, è incrementato rispetto a quello dell'anno precedente (2,4 miliardi); l'incidenza media sul patrimonio gestito è invece scesa all'1,2% (1,4% relativamente ai soli fondi comuni aperti), riportandosi così sul livello del 2011.

L'incidenza delle commissioni è analoga a quelli dell'anno di crisi 2008. I costi addebitati agli azionari (2,9%) toccano un nuovo massimo storico, principalmente per la notevole incidenza delle provvigioni di incentivo (0,5%, anch'esso mai raggiunto prima). Anche per i bilanciati (1,8%, come nel 2012) le commissioni permangono elevate, con gli obbligazionari all'1,2% (massimo dal 2001).

Il raffronto con l'industria finanziaria americana conferma ancora che i fondi italiani sono assai costosi.

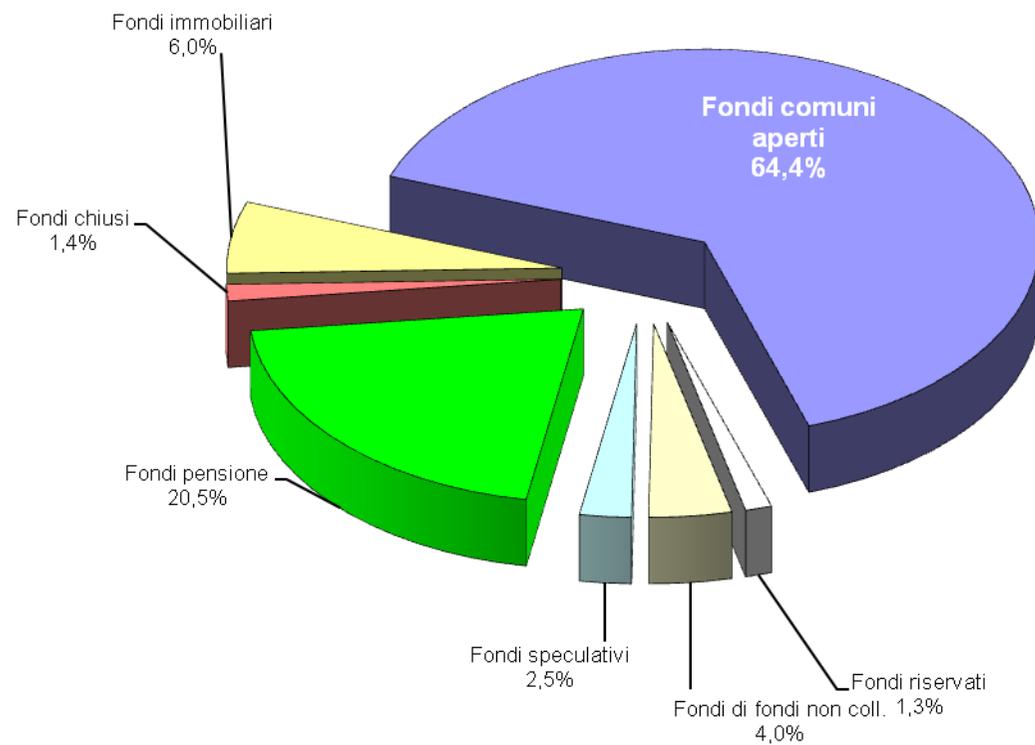
Gli oneri medi dei fondi statunitensi nel 2013 (dati ICI) sono stati pari allo 0,74% negli azionari (0,77% nel 2012, 0,83% nel 2010, 0,99% nel 2000 e nel 1990) e allo 0,61% negli obbligazionari (medesima incidenza nel 2012, 0,64% nel 2010, 0,76% nel 2000, 0,88% nel 1990), mentre i monetari sono intorno allo 0,17% (stessa percentuale nel 2012, 0,26% nel 2010).

Le rilevazioni ICI riportate nelle ultime due edizioni del *Factbook* non comprendono, a differenza delle precedenti, le commissioni di vendita – trattenute dagli intermediari alla sottoscrizione delle nuove quote da parte dei risparmiatori –, riferendosi così alle medesime voci (oneri addebitati ai fondi dai gestori, gli unici deducibili dai rendiconti annuali) utilizzate negli indici di costo dell'Ufficio Studi di Mediobanca.

Sui fondi azionari gravano oneri pari a quasi quattro volte (il rapporto, che ha toccato il livello più elevato, era pari a poco più di una volta e mezzo nel 1990 e nel 1995), mentre gli obbligazionari costano in media circa il doppio (livello prossimo al massimo storico del 2012; era 1,1 volte nel 1990) e i fondi di mercato monetario 4,2 volte (il punto più alto del rapporto con i costi dei fondi USA, che nel 2006 era di 1,6 volte)⁶.

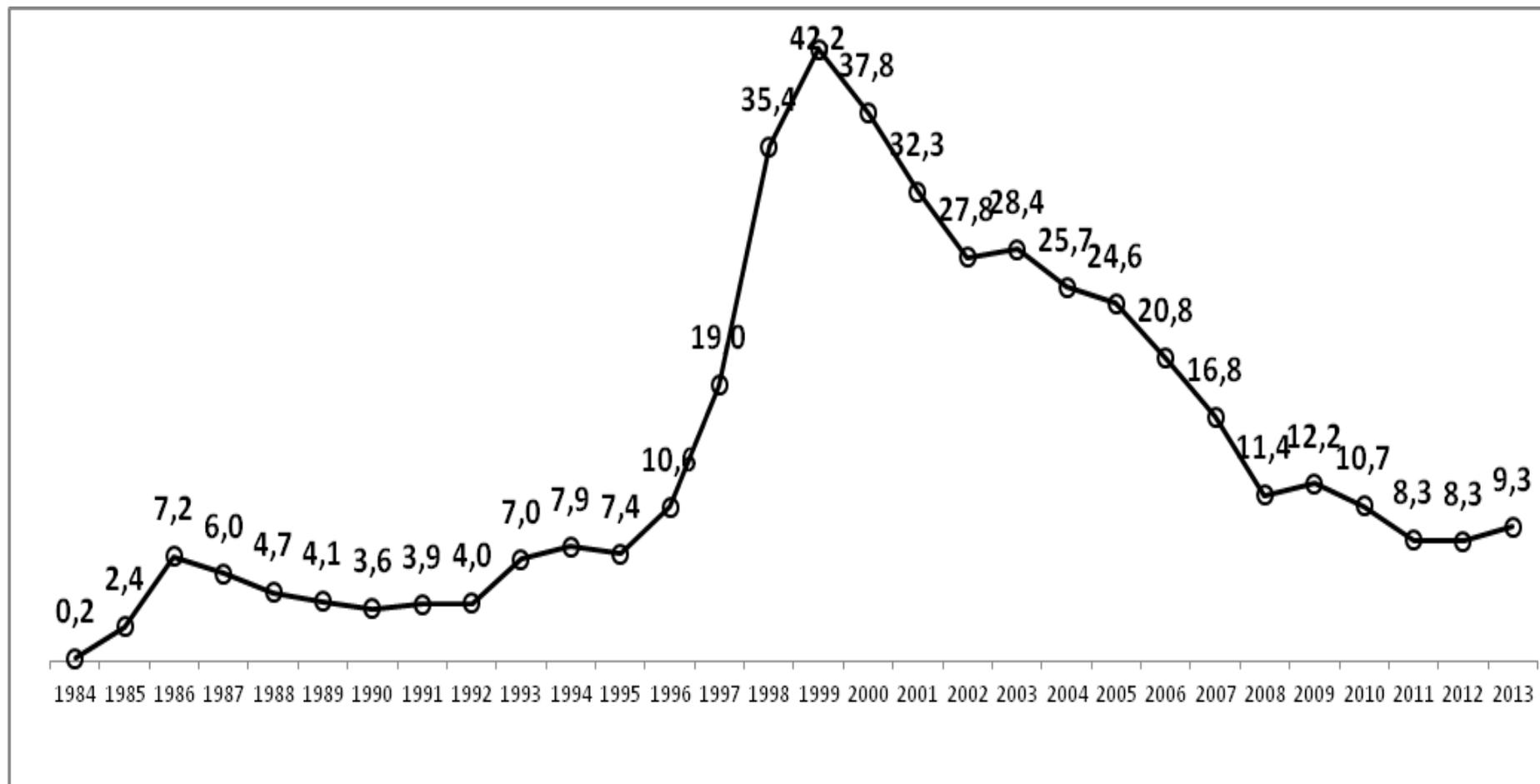
⁶ La Banca d'Italia pubblica nella sua *Relazione annuale* la 'media semplice' di 'oneri addebitati al fondo per provvigioni e commissioni corrisposte a società di gestione, a banche depositarie o ad altri intermediari' per i fondi armonizzati di diritto italiano, determinata come 'rapporto percentuale tra le commissioni annue e la media annua del patrimonio netto', valutandola per il 2013 all'1,6% (1,8% nel 2012).

Graf. 1 – Patrimonio netto dei fondi italiani a fine 2013



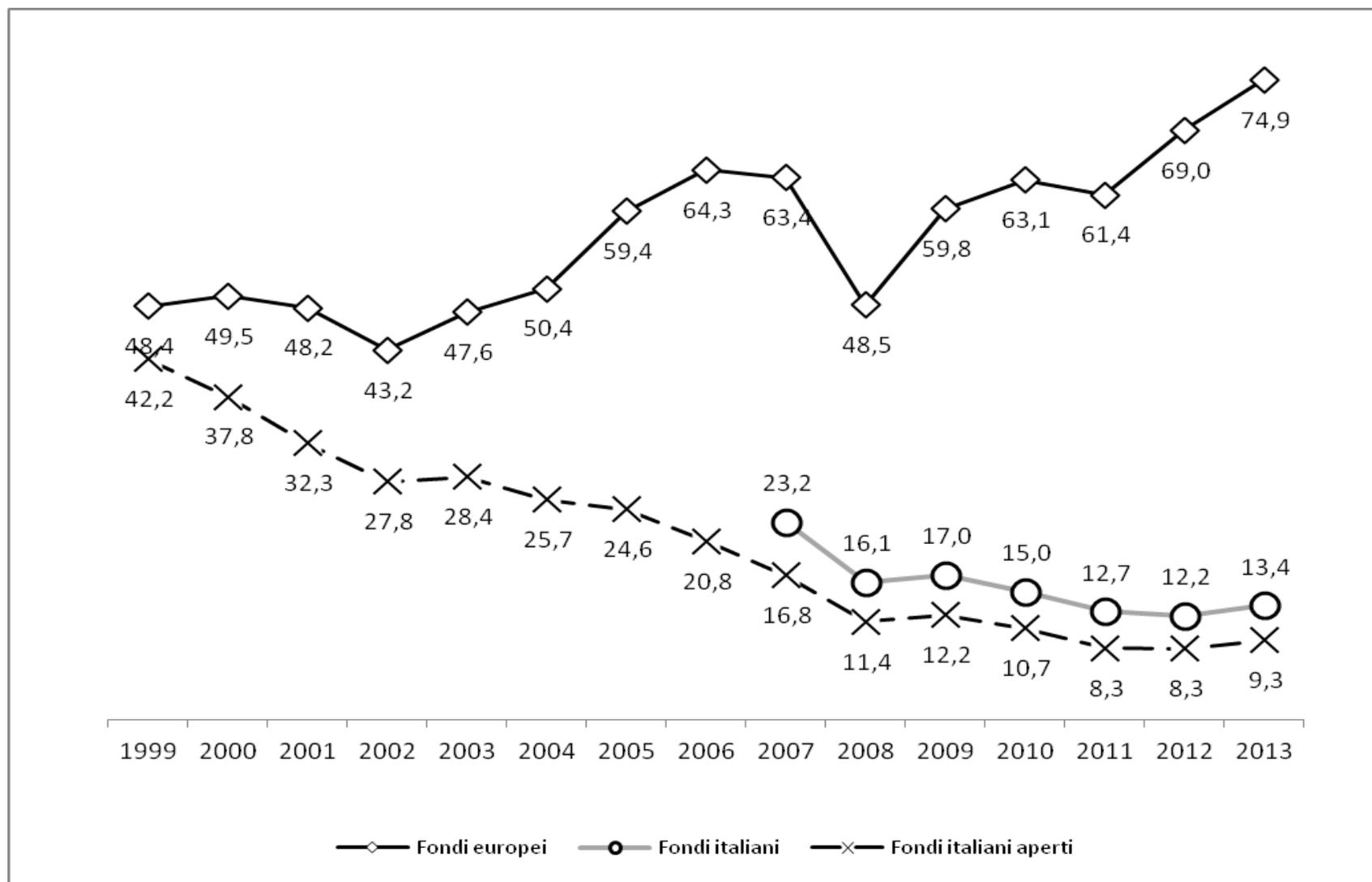
Graf. 2 – Italia: patrimonio netto dei fondi di diritto italiano in % del PIL

Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia



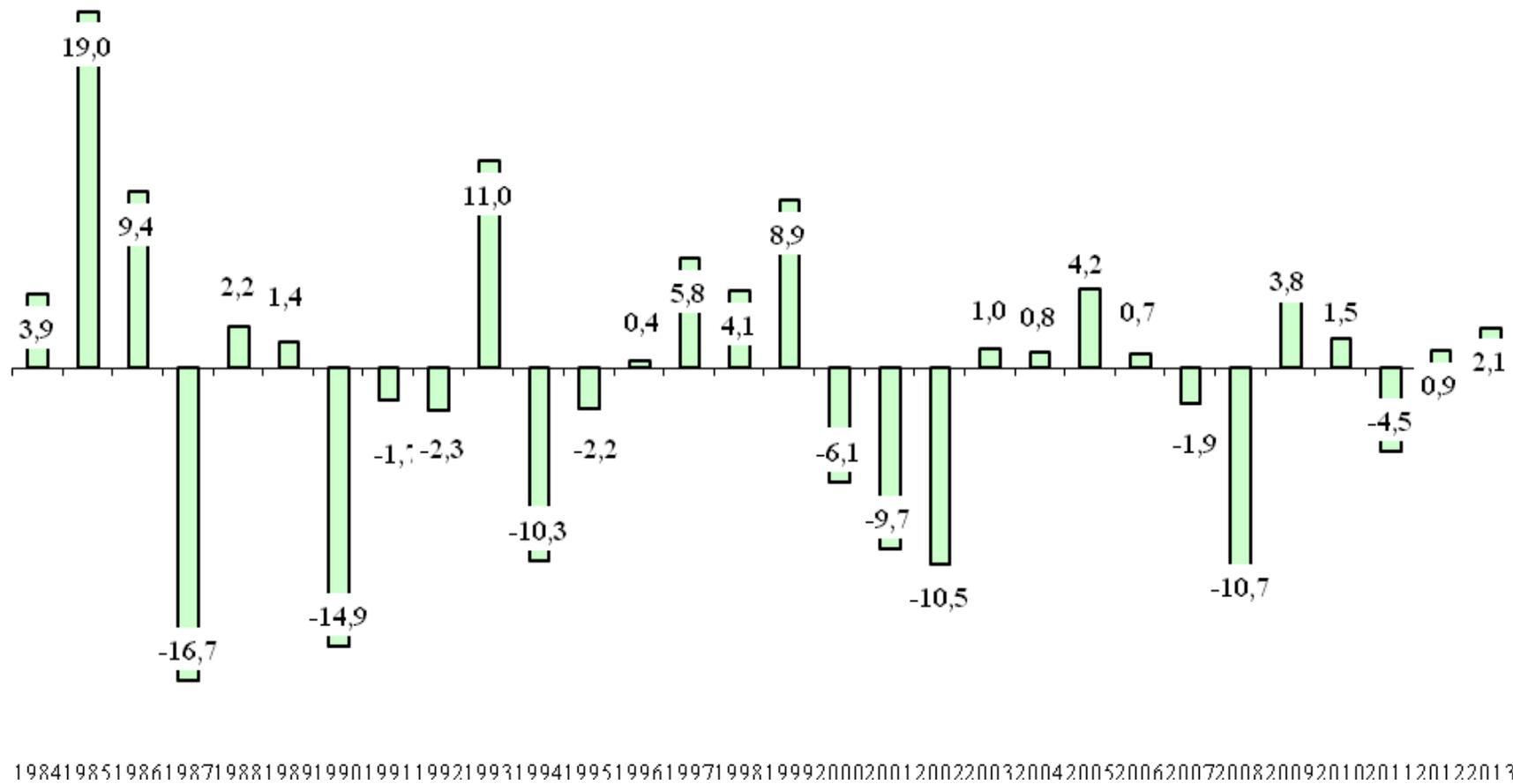
Graf. 3 – Europa ed Italia: patrimonio netto dei fondi comuni in % del PIL

Fonte: elaborazioni su dati EFAMA, Assogestioni e Banca d'Italia

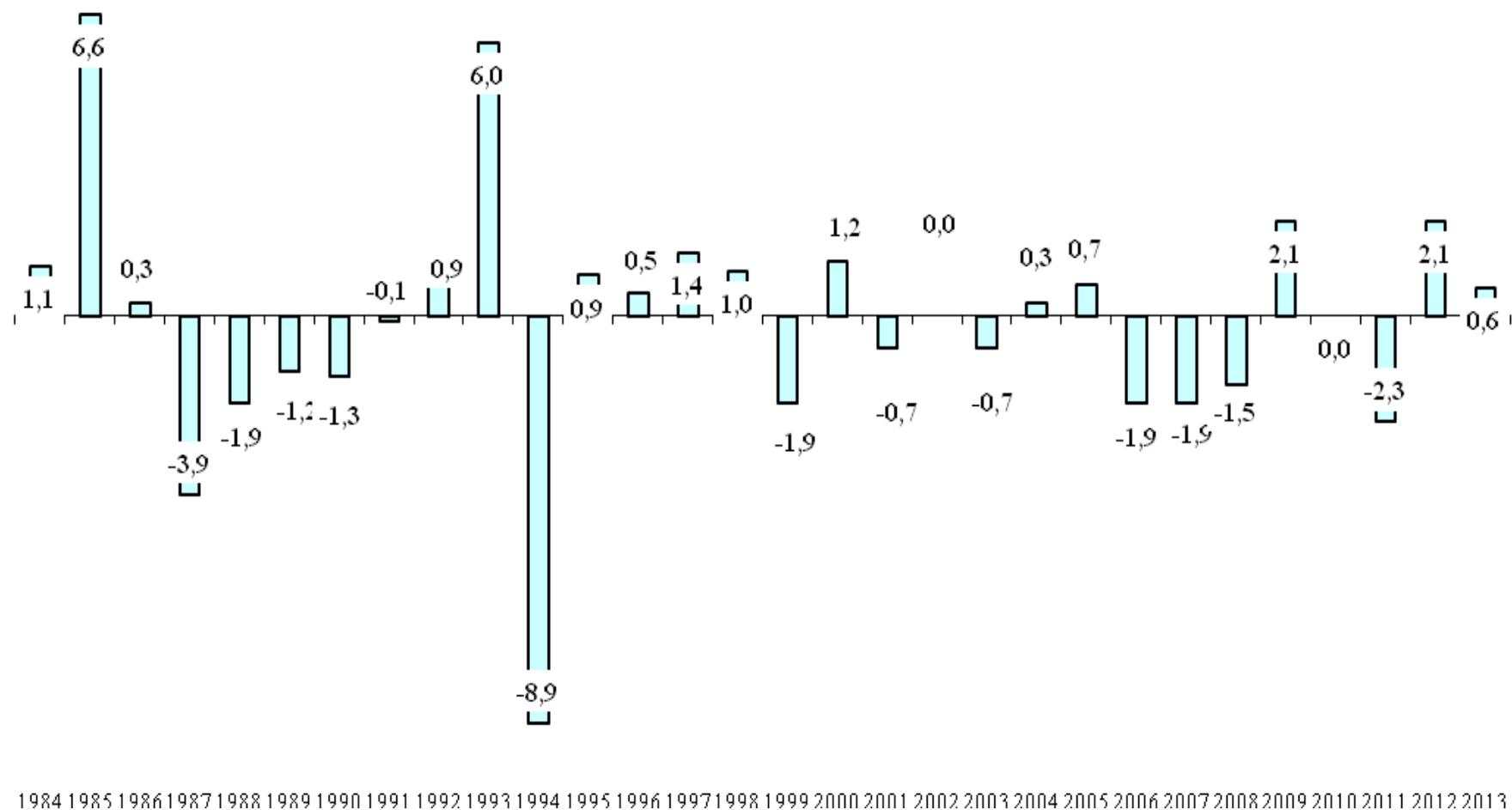


Graf. 4 - Totale fondi contro BOT

differenze tra rendimento % dei fondi e rendimento % dei Bot a 12 mesi



Graf. 5 - Totale fondi obbligazionari contro BOT
 differenze tra rendimento dei fondi e rendimento % dei Bot a 12 mesi



Graf. 6 – Rendimento % medio annuo netto (lordo dal 2011) dei fondi comuni italiani

Fonte: Fideuram, Banca d'Italia, Mediobanca

