

UFFICIO STUDI MEDIOBANCA
INDAGINE SUI FONDI E SICAV ITALIANI
(1984-2016)

20 luglio 2017

L'indagine è giunta alla XXVI 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 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, con accenni sui singoli fondi, dei quali sono 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);
- FAQ e recensioni di articoli e ricerche;
- dati di dettaglio sui singoli fondi (Tab. VI).

L'EDIZIONE 2017
1179 fondi di diritto italiano

Questa edizione considera 1179 fondi di diritto italiano facenti capo a ciascuno degli operatori che li promuovono, oltre a 1681 fondi (o comparti di essi) incorporati o liquidati sino a tutto il 2016. Il tasso di rappresentatività dell'industria in termini di patrimonio – qui individuato per fondi di categoria diversa da chiusi e immobiliari - è del 99% per ogni comparto, eccetto che per gli speculativi (94%). Rispetto all'edizione precedente sono stati rilevati 234 fondi in più, tenuto conto di 48 fondi incorporati o liquidati, nonché di 10 fondi per i quali il rendiconto non è stato reso disponibile.

Sintesi

- **Raccolta netta ancora positiva:** dopo 9 anni in rosso dal 2003 al 2012, le sottoscrizioni dei fondi italiani hanno superato i riscatti per il quarto anno consecutivo, consolidando l'inversione di tendenza manifestata nei tre anni precedenti. Nel 2016 la raccolta netta è stata positiva per circa 8 miliardi di euro. Il ridimensionamento dell'industria (ora sedicesima nel contesto internazionale; era quarta nel 2004) si traduce in un'incidenza dei patrimoni gestiti sul PIL pari al 15% 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 95%.
- **Risultato positivo di gestione:** nel 2016 i fondi hanno chiuso i loro conti con un utile lordo di imposte di 5 miliardi di euro (su un patrimonio da gestire che ad inizio anno era pari a 292 miliardi). Il rendimento netto medio del patrimonio è valutabile all'1,3%, che ha beneficiato maggiormente della *performance* dei fondi bilanciati (1,8%), azionari (1,6%) e obbligazionari (1,5%), come pure dei fondi pensione, sia negoziali (2,6%) che aperti (2,2%); i fondi flessibili si sono fermati allo 0,5%, con i fondi di mercato monetario in pur lieve negativo (-0,2%).
- **Modalità di gestione:** i costi di gestione sono scesi all'1,2% del patrimonio (1,3% nel 2015) con la punta del 2,2% nel comparto azionario (più contenuta rispetto al massimo storico del 2015, in ogni caso tre volte e mezzo relativamente ai fondi USA). La **rotazione** del portafoglio (il cui completo rigiro avviene ogni 11 mesi), che si conferma elevata se confrontata con la media 2016 dei fondi azionari americani (di poco inferiore ai tre anni), si è peraltro riportata su livelli mai toccati nell'ultimo trentennio.
- **Valutazione di lungo e medio periodo:** i rendimenti in un'ottica di lungo periodo sono ancora insoddisfacenti; chi avesse investito in tutti i fondi comuni aperti italiani negli ultimi 33 anni avrebbe subito, rispetto ad un impiego annuale in BOT a 12 mesi, una perdita poco inferiore a una volta il patrimonio iniziale (aumentato nel periodo di sole 4,2 volte contro le 5 dei BOT). Sulla base del tasso *risk free*, il frutto dei fondi aperti mette in evidenza una perdita di valore pari a circa 39 miliardi di euro nell'ultimo quindicennio - laddove negli otto anni successivi al 2008 si è creato un maggior valore per 14 miliardi -.
- **Nel 2017:** secondo le statistiche ufficiali disponibili, nei primi tre mesi del 2017 vi è stata una prevalenza delle sottoscrizioni sui riscatti per 2,7 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 3,2 miliardi. La *performance* degli italiani nel periodo è valutabile intorno al +0,9%.

Patrimonio complessivo (Edizione 2017 carta, Tab. I, pagg. 2-5).

I 1179 fondi indagati dall'Ufficio Studi contavano alla fine del 2016 un patrimonio aggregato pari a 303 miliardi di euro, dei quali 191 miliardi relativi a fondi comuni aperti (Graf. 1).

L'ulteriore avvicinamento ai livelli osservati nel 2007, anno precedente la crisi finanziaria – quando i fondi italiani avevano in gestione 323 miliardi –, è avvenuto principalmente in forza della raccolta netta, che con +7,8 miliardi si è mantenuta positiva per il quarto anno consecutivo (+81 miliardi complessivi tra 2013 e 2016) dopo il periodo 2004-2012 ininterrottamente in rosso, oltre che di un risultato lordo pari a +5 miliardi di euro. La variazione del patrimonio (+11,1 miliardi di euro, al netto dei proventi distribuiti per 1,8 miliardi) porta il recupero di risorse gestite rispetto al 2011 (che segna il minimo dal 1998) a +111 miliardi; negli ultimi 17 anni la diminuzione complessiva di risorse gestite assomma peraltro a ben 155 miliardi di euro, circa un terzo (34%) dei 458 miliardi a fine 1999.

Il risultato al lordo delle imposte ha beneficiato di 3,9 miliardi circa di utili netti sul portafoglio, costituiti prevalentemente da plusvalenze sulla valutazione dei titoli. Sostanzialmente stabili gli oneri di gestione (3,5 miliardi di euro contro i 3,6 del 2015), il secondo valore più elevato dal 2008.

Quanto alle singole categorie, quella più rilevante dei fondi comuni aperti presenta un patrimonio gestito in ripresa nell'ultimo quadriennio (+3% sul 2015, che diviene +51% rispetto al 2012).

Essi hanno chiuso l'esercizio con un risultato al lordo delle imposte positivo per 3,1 miliardi di euro, sommatosi a sottoscrizioni nette per 3,7 miliardi (approfondite nel paragrafo a seguire); gli oneri di gestione qui presentano una contrazione del 4%.

In nero il risultato lordo di imposte anche per le altre categorie di fondi (fatti salvi gli immobiliari), principalmente 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 2016 l'industria mondiale dei fondi contava un patrimonio gestito pari a 38.292 miliardi di euro, un importo che superava del 9,3% i 35.047 miliardi del 2015.

Gli Stati Uniti mantengono saldamente il primo posto con una frazione di attivo gestito mondiale in lieve incremento rispetto al 2015 (46,7% contro 46,5%); più ampio l'arretramento dell'Europa (-1%), che riflette in particolare le minori incidenze sul totale globale di Regno Unito (-0,4%) e Francia (-0,1%).

Il ridimensionamento che oltre ai mercati occidentali ha interessato la Cina (-0,3%) (la cui quota sul totale mondiale è in flessione dello 0,3%) trova origine nel forte recupero del Brasile (+0,7%) come nell'espansione di Canada e Giappone (+0,1% per entrambi).

La Francia mantiene la seconda piazza (4,7%), sebbene ora affiancata dalla Germania, seguita dall'Australia (4%) che ha sopravanzato il Regno Unito (3,7%).

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.

In Asia i valori più importanti continuano a venire dal Giappone (3,6%), seguito dalla Cina (3%), il più importante tra i paesi emergenti con il Brasile (2,6%). L'India, passata nell'arco di un triennio – in forza del raddoppio delle masse gestite - dallo 0,3% allo 0,55% circa sul totale mondiale.

Escludendo Lussemburgo e Irlanda, l'Italia mantiene la sedicesima posizione perdendo ulteriori posizioni a vantaggio di Olanda (le cui rilevazioni hanno cessato di essere limitate a una ristretta parte dell'attivo in gestione) e India: viene dopo Stati Uniti, Germania, Francia, Australia, Regno Unito, Giappone, Cina, Brasile, Canada, Olanda, Svizzera, Corea, Svezia, Spagna e India – i primi paesi a seguire, Austria e Sudafrica, gestiscono masse di oltre un quarto inferiori -. A Hong Kong l'ammontare delle risorse gestite dai fondi 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; nel 2016 di India e Olanda.

Lussemburgo e Irlanda ospitano essenzialmente fondi *esterovestiti* (nelle rilevazioni ICI il rispettivo patrimonio in gestione era pari a 3.701 miliardi e 2.085 miliardi).

Nel 2016 il patrimonio dei fondi italiani rapportato al PIL (compresi i non armonizzati) è stato pari al 18% contro la media europea del 90%.

Limitandosi ai fondi aperti armonizzati, il rapporto è del 15% dopo aver toccato il massimo del 42% 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 2016 costituivano il 59% del patrimonio dei fondi aperti seguiti da gestori italiani (erano il 38% appena 8 anni prima); per oltre i nove decimi erano di diritto lussemburghese.

I dati pubblicati dalla CSSF - Commission de Surveillance du Secteur Financier (Lussemburgo) segnalano che a fine 2016 i gestori di tutto il mondo avevano domiciliato nel Granducato fondi il cui patrimonio aggregato totalizzava 3.741 miliardi di euro, il 7% in più della consistenza del 2015 e oltre l'80% superiore all'ammontare di fine 2007. Le provenienze più importanti erano, nell'ordine, gli Stati Uniti (20,9%), il Regno Unito (17,1%; nel 2008 era appena all'8,7%), la Germania (14,2%, in costante flessione dal 2008 quando toccò il massimo del 21%) e la Svizzera (13,6%; nel 2005 era prima con il 19,5%); gli italiani conservano stabilmente il quinto posto, in virtù dei 329 miliardi di euro gestiti (8,8% del totale, l'incidenza più alta dal 2008), seguiti dalla Francia (8,3%). 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%).

Tenendo conto dei fondi lussemburghesi promossi da gestori nazionali, l'Italia recupererebbe quattro posizioni nella graduatoria mondiale per patrimoni gestiti, sopravanzando Corea, Svezia, Spagna e India, con un'incidenza sul PIL che giungerebbe al 38%.

Relativamente all'Irlanda, l'IFIA - Irish Funds Industry Association dichiarava che a fine 2015 – ultimo aggiornamento disponibile - i patrimoni gestiti dei fondi domiciliati in quel paese, comprendendo i non armonizzati, erano pari a 1.899 miliardi di euro. La ripartizione per nazionalità del gestore a fine 2015 è valutabile per i gestori italiani al 3% e per quelli italiani si comunicava una percentuale analoga; dominavano, rispettivamente, statunitensi (57%) e britannici (33%).

Raccolta netta
(Edizione 2017 carta, Tab. I, pagg. 2-5).

La raccolta netta dei fondi italiani presenta nel 2016 un saldo positivo, come nel triennio precedente. Il volume delle sottoscrizioni del 2016 ha superato quello dei riscatti di 7,8 miliardi di euro (3,7 miliardi per i soli fondi aperti).

Nonostante il recupero di cui ha beneficiato nell'ultimo quadriennio, l'insieme indagato dall'Ufficio Studi ha subito nei 13 anni sino al 2016 un deflusso pari a 160 miliardi di euro, con i soli fondi aperti e Sicav a 228 miliardi, cifra pari a 1,2 volte circa il patrimonio in essere a fine 2016.

Nel 2016 la raccolta netta è risultata positiva – con l'eccezione dei fondi di fondi non collegati - anche per le altre categorie, particolarmente nei fondi di fondi collegati (1,1 miliardi di euro) e nei fondi pensione: 3,7 miliardi di euro, per i tre quinti circa in quelli negoziali.

In Europa l'industria dei fondi è stata interessata nel 2016 da afflussi di risparmio in sensibile flessione rispetto all'anno precedente (-37%). La raccolta netta complessiva è stata pari a 459 miliardi di euro tra armonizzati e non armonizzati a fronte dei 725 del 2015; il patrimonio gestito presenta un incremento apprezzabile (del 6% circa, da 13.332 a 14.142 miliardi).

Flussi netti positivi hanno interessato ciascuna categoria, particolarmente fondi obbligazionari (125,8 miliardi), *multi-asset* (113 miliardi) e di mercato monetario (107,9 miliardi), con gli azionari in forte arretramento a 2,8 miliardi (dai 133,7 miliardi del 2015).

Ingenti sottoscrizioni nette si sono verificate nei fondi irlandesi (139,4 miliardi), tedeschi (110,6 miliardi) e lussemburghesi (98,7 miliardi), con Francia, Svizzera e Spagna rispettivamente a 41,2, 17,4 e 14,2 miliardi.

Per i primi tre mesi del 2017 i dati diffusi dall'associazione italiana dei gestori paiono consolidare ulteriormente l'inversione di tendenza per l'intera industria iniziata nel 2013: le sottoscrizioni hanno prevalso sui riscatti per 5,9 miliardi di euro. Al saldo positivo dei fondi *roundtrip* (3,2 miliardi) si è sommato l'apporto dei fondi di diritto italiano (2,7 miliardi); ragguardevole la raccolta per i fondi di diritto estero diversi dai *roundtrip* (+10,2 miliardi).

Tra gennaio e marzo dell'anno corrente le variazioni di segno positivo più cospicue hanno interessato i fondi obbligazionari (7,6 miliardi) e i bilanciati (4,5 miliardi); flessibili (2,9 miliardi) e azionari (2,1 miliardi) anch'essi in nero, con i soli fondi di mercato monetario (-0,8 miliardo) e hedge (-0,2 miliardi) colpiti da riscatti.

Nei primi tre mesi del 2017 per l'insieme dei paesi europei si sono verificati afflussi netti ben più ampi (262,2 miliardi di euro) rispetto al medesimo periodo del 2016 (37 miliardi), principalmente per effetto della vigorosa ripresa che ha interessato Lussemburgo (da -15,3 a +75 miliardi) e Irlanda (da -1,6 a +71,8 miliardi); a fare la parte del leone anche Francia (+54,5 miliardi) e Regno Unito (+15,6 miliardi).

A beneficiare principalmente delle sottoscrizioni nette i fondi obbligazionari, monetari e *multi-asset* (85,7, 51,9 e 50,5 miliardi rispettivamente), con gli azionari che hanno ricevuto afflussi netti per 22 miliardi.

Risultato e rendimento

(Edizione 2017 carta, Tab. I, pagg. 2-6, Tab IV, pagg. 132-151, Tabella su internet file *Dati e indici*).

Nel 2016 i 1179 fondi italiani censiti in questa indagine hanno chiuso i loro bilanci con un utile lordo di imposte di 5 miliardi di euro (5,7 miliardi di utile lordo nel 2015).

I dati per i soli fondi aperti sono rispettivamente 3,1 miliardi di euro di utili lordi nel 2016 contro 3,5 miliardi nel 2015.

Nel 2016 si è confermata la ripresa osservata nei quadriennio precedente, con gli utili su titoli passati da 4,7 a 3,9 miliardi di euro. Gli utili cumulati (46 miliardi) negli otto anni dal 2009, se hanno completamente riassorbito le pesanti perdite (30 miliardi) registrate nell'anno di crisi 2008, sono di appena della metà circa superiori ad esse.

L'utile del 2016 per il complesso dei fondi, pari a 5 miliardi, rappresenta il saldo delle seguenti partite: i) le già citate plusvalenze sul portafoglio (utili su negoziazioni per 0,4 miliardi e da valutazione per 3,5 miliardi); ii) gli oneri di gestione addebitati per 3,5 miliardi di euro (in lieve flessione rispetto ai 3,6 miliardi del 2015); tra i ricavi, iii) il complesso di cedole, dividendi e altri proventi degli investimenti è aumentato a 4,8 miliardi (4,7 miliardi nel 2015), mentre iv) il saldo altri proventi e oneri (incluse imposte prelevate principalmente sui fondi pensione per -0,4 miliardi) è stato positivo per 0,2 miliardi.

Nel 2016 il rendimento netto medio dell'insieme dei 1179 fondi è stato pari all'1,3%².

I fondi aperti hanno segnato l'1,1%: i contributi più positivi sono venuti, nell'ordine, da bilanciati (1,8%), azionari (1,6%) e obbligazionari (1,5%); i flessibili hanno reso lo 0,5%, con i fondi di mercato monetario al -0,2%.

Hanno registrato *performance* positive anche i fondi riservati (1,4%) e i fondi pensione negoziali (2,6%) e aperti (2,2%); pure in nero, anche se con rendimenti trascurabili, i fondi di fondi (collegati 0,6%, non collegati 0,3%).

In negativo i soli fondi speculativi (-0,2%) e immobiliari (-1,7%).

Rimanendo sui fondi pensione, quelli negoziali hanno chiuso il 2016 cumulando un rendimento da fine 2000 del 63,4%, che come nel 2015 supera la rivalutazione del TFR, pari al 46,8%, beneficiando delle buone *performance* dell'ultimo quinquennio.

I fondi pensione aperti guadagnano appena il 33,3% complessivo nei 16 anni, e in ognuno degli anni dal 2001 il loro rendimento cumulato rimane distante (13,5 punti nella media del periodo) rispetto a quello del TFR.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). Dal 2008 al 2010 è stato ottenuto come capitalizzazione dei rendimenti mensili. La tassazione è stata valutata per gli OICR diversi dai fondi pensione, chiusi e 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%, incrementato al 26% dal luglio 2014, 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.

Il raffronto migliora se riferito all'ultimo quinquennio e ai 10 anni da fine 2006, periodi nei quali il rendimento dei fondi pensione, sia per i negoziali (+28,5% e +37,5% rispettivamente) sia per gli aperti (+33,4% e +29,3%), supera la rivalutazione del TFR (8,9% e 24,9%).

Sulla base dei dati disponibili, è possibile valutare che i fondi aperti italiani abbiano chiuso i primi tre mesi del 2017 con una *performance* del +0,9% circa.

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

Nel 2016 il rendimento medio netto dei fondi comuni aperti considerati in quest'indagine è stato pari all'1,1%. 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 (1,8 punti all'anno in più, che si traduce in un guadagno in conto capitale del 9,7%), come pure il periodo post 2008 (1,1 punti all'anno in più e guadagno in conto capitale del 10,8%).

Esso permane tuttavia negativo riferendosi agli ultimi 10 (0,4 punti all'anno in meno, con una perdita in conto capitale del 5,1%). Il divario diviene ancor più marcato relativamente al quindicennio 2002-2016 (0,5 punti all'anno in meno, che implicano una perdita in conto capitale dell'11%).

Chi avesse tenuto un portafoglio con tutti i fondi comuni aperti disponibili negli ultimi 33 anni avrebbe subito, rispetto ad un impiego annuale in BOT a 12 mesi rinnovati a ogni inizio d'anno, una perdita di patrimonio poco inferiore a una volta il patrimonio iniziale – aumentato nel periodo di sole 4,2 volte contro le 5 dei BOT -.

L'industria dei fondi continua a rappresentare – in un orizzonte temporale di lungo periodo - un elemento distruttivo di ricchezza per l'economia del Paese.

In un contesto decennale si verifica una diminuzione di ricchezza intorno ai 20 miliardi, che sale a 39 miliardi sui 15 anni.

Ove si tenesse conto del premio al rischio per la componente azionaria, la minor ricchezza dal 2007 al 2016 sarebbe nell'ordine dei 38 miliardi di euro, importo che aumenta a 84 miliardi considerando il quindicennio che inizia nel 2002 (tale ammontare è pari a oltre il 40% della consistenza dei fondi aperti alla fine dell'ultimo anno)⁴.

Considerazioni di segno diverso possono esser fatte in una prospettiva di medio periodo: su un intervallo temporale di 5 anni si può determinare un *surplus* di rendimento rispetto ad impieghi *risk-free* nell'ordine dei 13 miliardi di euro, che divengono 14 miliardi facendo riferimento agli otto anni post 2008.

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).

Composizione del portafoglio (Edizione 2017 carta, Tab. II, pagg. 26-29 - totale fondi).

Il patrimonio dei 1179 fondi italiani era costituito da titoli per l'89% e da attività diverse nette per il residuo 11%.

Nel portafoglio figuravano titoli di Stato e obbligazioni per il 65%, azioni per il 17% e quote di altri fondi per il 18%.

Nei soli fondi aperti la quota dei titoli di Stato e delle obbligazioni era pari al 66%, mentre la quota degli altri fondi scendeva all'11%.

Per l'impiego in quote di OICR - caratterizzante le categorie dei fondi di fondi e di quelli speculativi; nei riservati è pressoché assente – l'incidenza sul patrimonio complessivo dell'insieme dei 1179 fondi ha raggiunto, dopo un quadriennio di crescita ininterrotta, il massimo storico con il 16,2% (superiore anche al 13,4% del 2007).

Le strutture di portafoglio più aggressive sono evidenziate, oltre che dai fondi chiusi (impieghi in azioni pari al 68% dell'intero patrimonio), dai fondi pensione aperti (quota azionaria pari al 19% e impieghi in altri fondi al 26%).

Rotazione (Edizione 2017 carta, Tab. V, pagg. 168-171 totale fondi).

Nel 2016 il *turnover* dei 1179 fondi è caduto per la prima volta dal 1987 al di sotto dell'unità (0,9 volte) dopo una progressiva contrazione (erano 1,1 volte nel 2015, 1,2 nel 2014, 1,3 nel 2013 e 1,5 nel 2012).

Nel dettaglio, la rotazione è 0,9 volte per i titoli di Stato e le obbligazioni (1,1 nel 2015) e 1,2 volte per i titoli azionari (contro 1,3 del 2015), con le quote di fondi stabili a 0,8 volte.

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

Il rigiro del portafoglio avviene mediamente ogni 13 mesi circa per titoli di Stato e obbligazioni, quello azionario ogni 10 mesi.

La gestione continua dunque ad avvenire su visioni essenzialmente di breve periodo se raffrontate, ad esempio, alla media americana, indicata per i fondi azionari in poco meno di tre anni (35 mesi) nel 2016 e non lontana dai due anni (21 mesi) nel periodo esaminato in questa indagine.

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 statunitensi, è stato pari nel 2016 mediamente a 0,34 volte (con la media del periodo 1984-2016 pari a 0,57).

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 2016, pari a 3,5 miliardi di euro, si conferma all'incirca sui livelli dell'anno precedente (3,6 miliardi), con l'incidenza media sul patrimonio gestito tornata ai livelli del 2014 (1,2%), dall'1,3% del 2015 (1,4% relativamente ai soli fondi comuni aperti, livello anch'esso diminuito rispetto all'1,5% dell'anno precedente).

L'incidenza dei costi addebitati agli azionari flette al 2,2% dopo il massimo storico toccato nel 2015 (2,9%), principalmente per la decisa contrazione delle provvigioni di incentivo (0,1% contro lo 0,4% nel 2015). Gli obbligazionari aumentano all'1,2% dall'1,1% del 2015, mentre i flessibili passano dall'1,7% all'1,4% (con commissioni di *performance* pressoché azzerate, mentre nel 2015 erano allo 0,3%). Bilanciati e monetari, le categorie meno rilevanti in termini di patrimonio gestito, presentano costi più elevati (rispettivamente l'1,5% contro l'1,4% del 2015 e lo 0,6% a fronte dello 0,4% dell'anno precedente).

Il raffronto con l'industria finanziaria americana conferma ancora che i fondi italiani sono assai costosi. Gli oneri medi dei fondi statunitensi nel 2016 (dati ICI) sono stati pari allo 0,63% negli azionari (0,68% nel 2015, 0,83% nel 2010, 0,99% nel 2000 e nel 1990) e allo 0,51% negli obbligazionari (0,54% nel 2015, 0,64% nel 2010, 0,76% nel 2000, 0,88% nel 1990), mentre i monetari sono intorno allo 0,18% (0,13% nel 2015, 0,26% nel 2010).

Le rilevazioni ICI riportate nelle ultime quattro 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 che solo nel 2016 erano pari a tre volte e mezzo (il rapporto era pari a poco più di una volta e mezzo nel 1990 e nel 1995), mentre gli obbligazionari costano in media 2,3 volte (massimo storico; era 1,1 volte nel 1990) e i fondi di mercato monetario oltre tre volte (nel 2006 il rapporto con i costi dei fondi USA era pari a 1,6 volte)⁵.

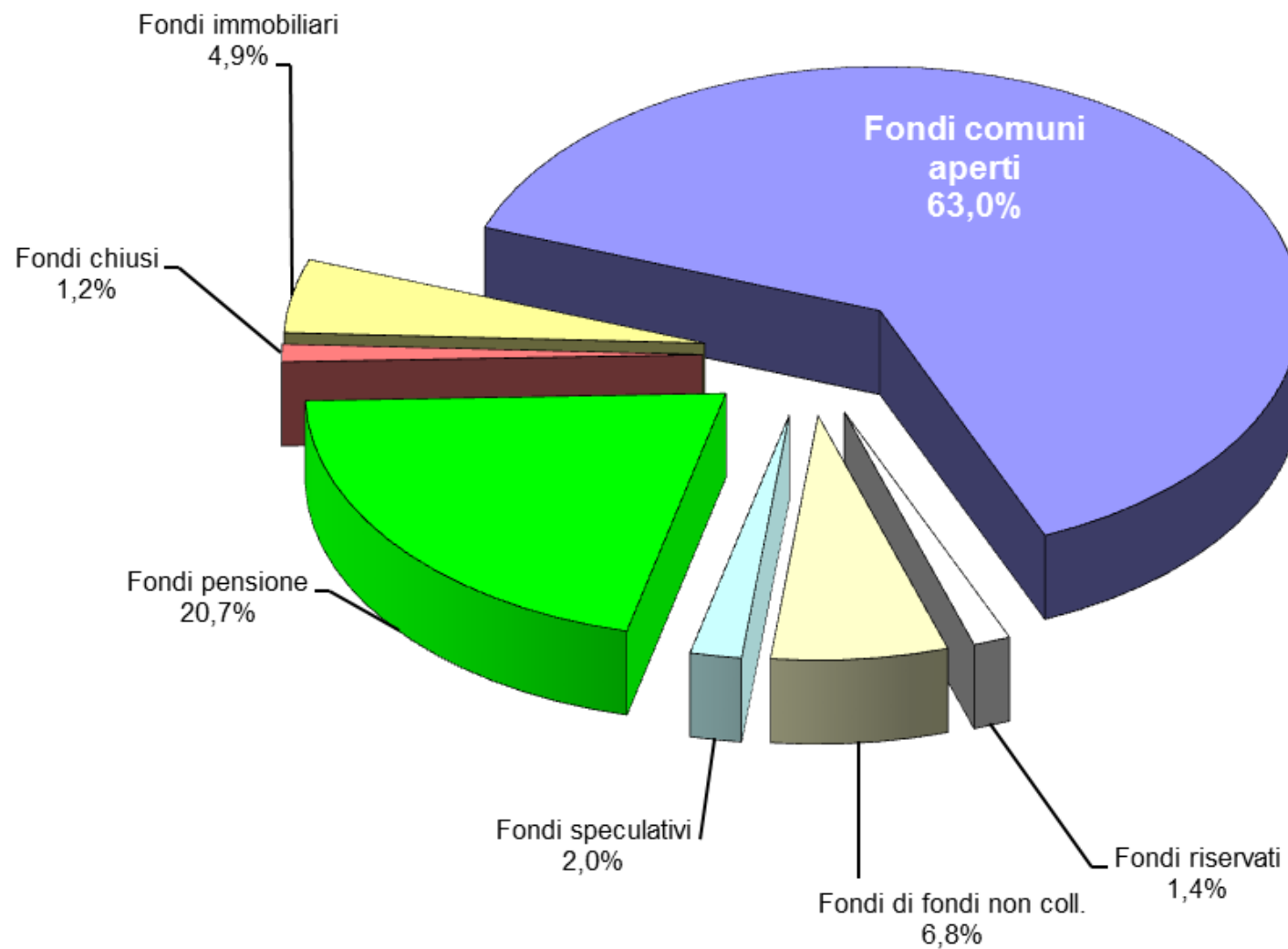
⁵ La Banca d'Italia aveva pubblicato nella sua *Relazione annuale* la 'media semplice' di 'oneri addebitati al fondo per provvigioni e commissioni corrisposte a società di gestione, a banche depositarie o ad altri intermediari' per i fondi armonizzati di diritto italiano, determinata come 'rapporto percentuale tra le commissioni annue e la media annua del patrimonio netto', valutandola per il 2013 all'1,6% (1,8% nel 2012).

Tab. 1 - Fondi comuni aperti: rendimenti al netto d'imposte

	nel 2016	ultimi 5 anni dal 2012 al 2016		anni post 2008 dal 2009 al 2016		ultimi 10 anni dal 2007 al 2016		ultimi 15 anni dal 2002 al 2016		dalla nascita (33 anni) da inizio 1984 al 2016	
		Var. %	% media annua	Var. %	% media annua	Var. %	% media annua	Var. %	% media annua	Var. % assoluta	% media annua
Tutti i fondi	1,1	17,5	3,3	24,0	2,7	15,8	1,5	24,5	1,5	420,7	5,1
BOT a 12 mesi	-0,1	7,8	1,5	13,2	1,6	20,9	1,9	35,5	2,0	498,2	5,6
Differenza	1,2	9,7	1,8	10,8	1,1	-5,1	-0,4	-11,0	-0,5	-77,6	-0,5
Fondi azionari	1,6	41,0	7,1	71,9	7,0	6,1	0,6	8,4	0,5	366,3	4,8
<i>Indice Mediobanca Total Return *</i>	<i>-7,9</i>	<i>41,1</i>	<i>7,1</i>	<i>28,8</i>	<i>3,2</i>	<i>-26,8</i>	<i>-3,1</i>	<i>22,8</i>	<i>1,4</i>	<i>1.106,0</i>	<i>7,8</i>

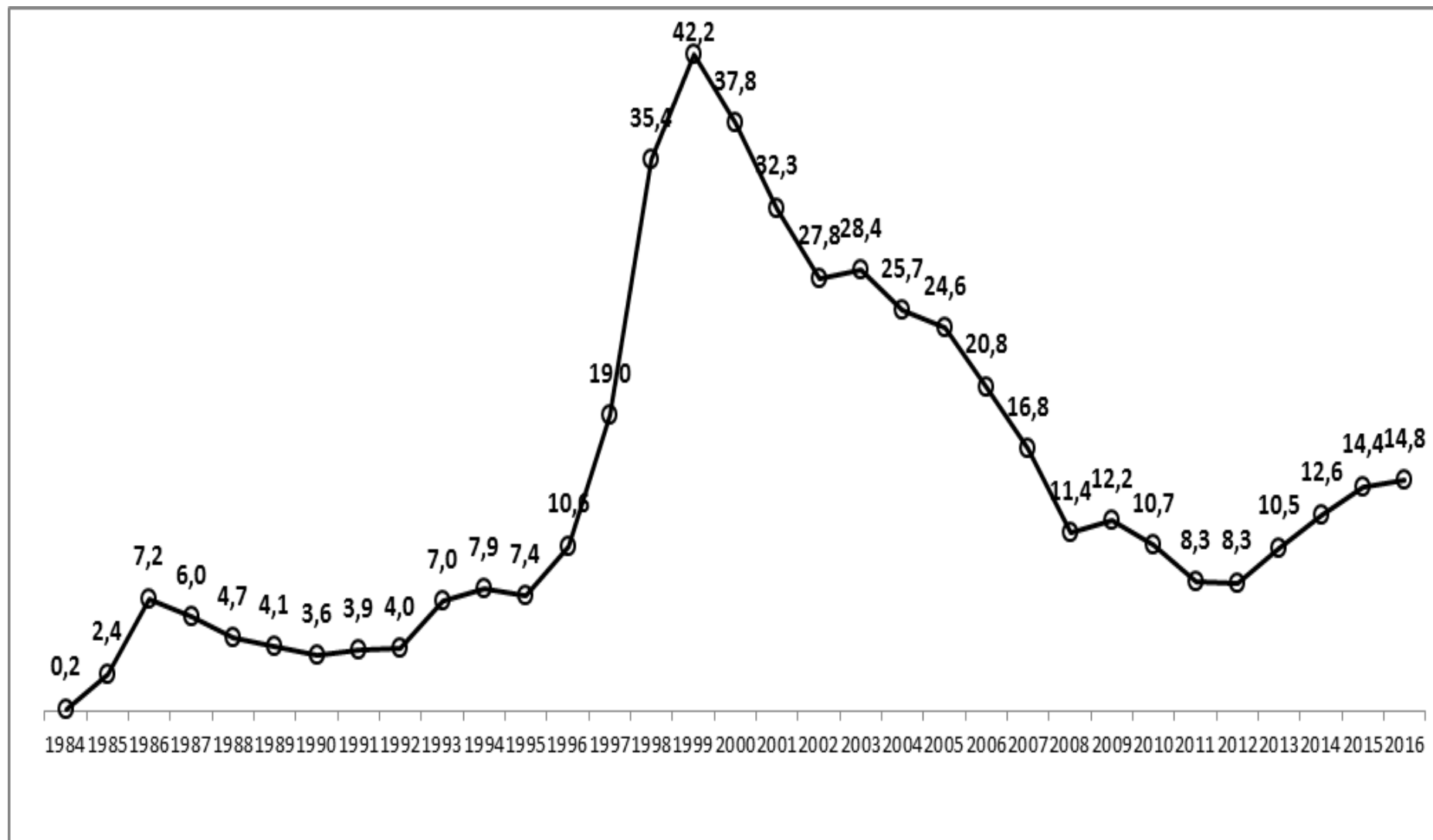
* Comit Performance sino al 1995.

Graf. 1 – Patrimonio netto dei fondi italiani a fine 2016



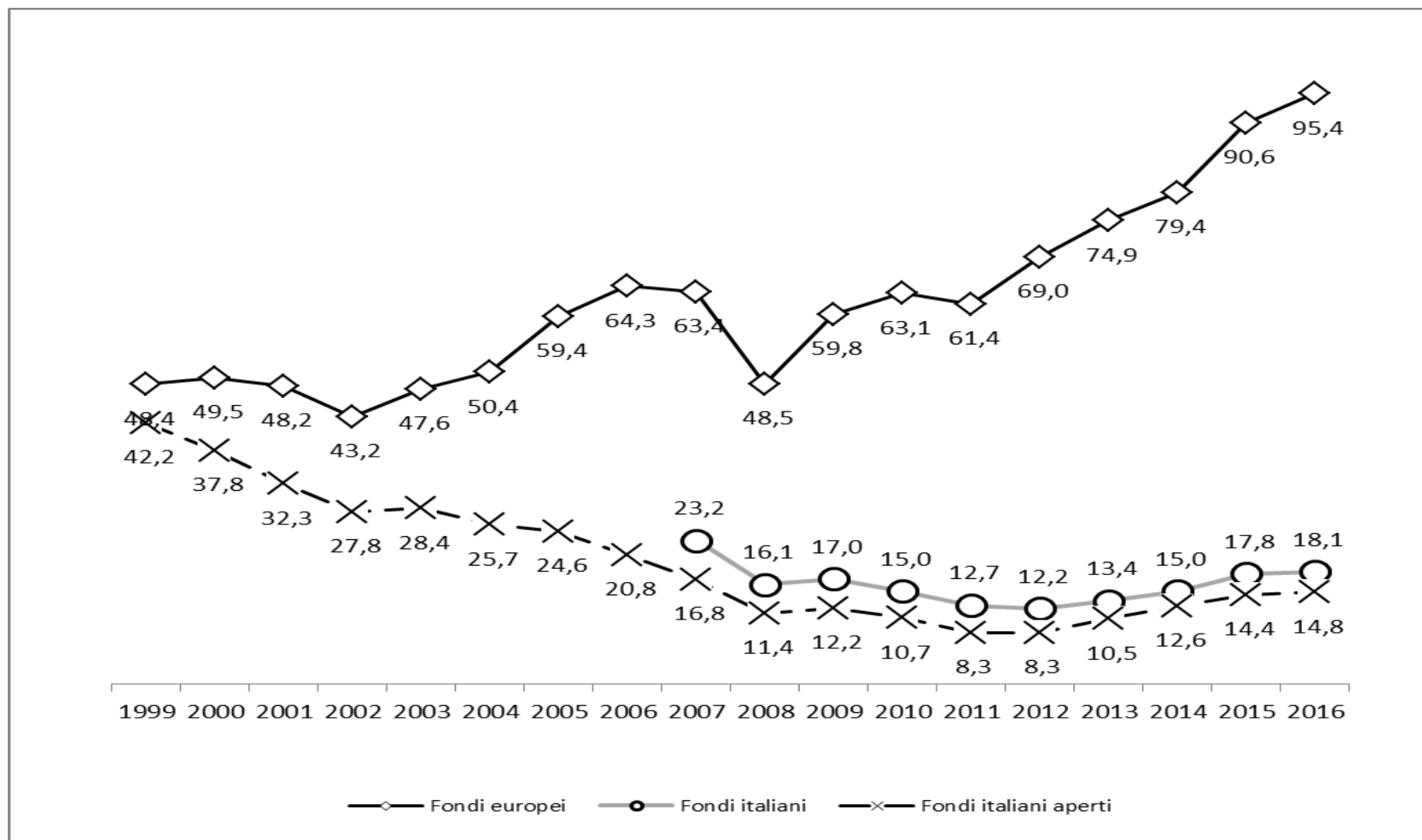
Graf. 2 – Italia: patrimonio netto dei fondi di diritto italiano in % del PIL

Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia



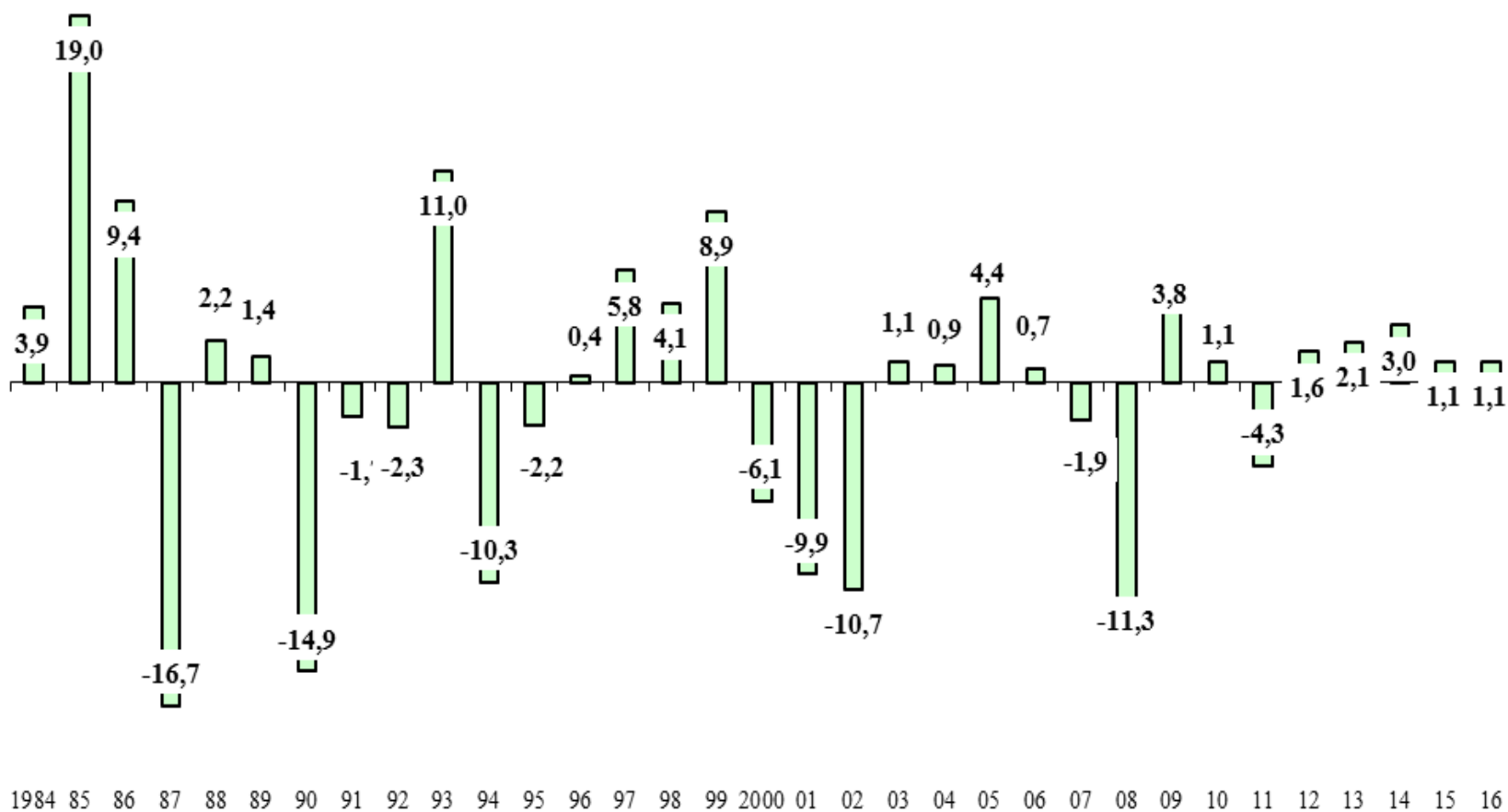
Graf. 3 – Europa ed Italia: patrimonio netto dei fondi comuni in % del PIL

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

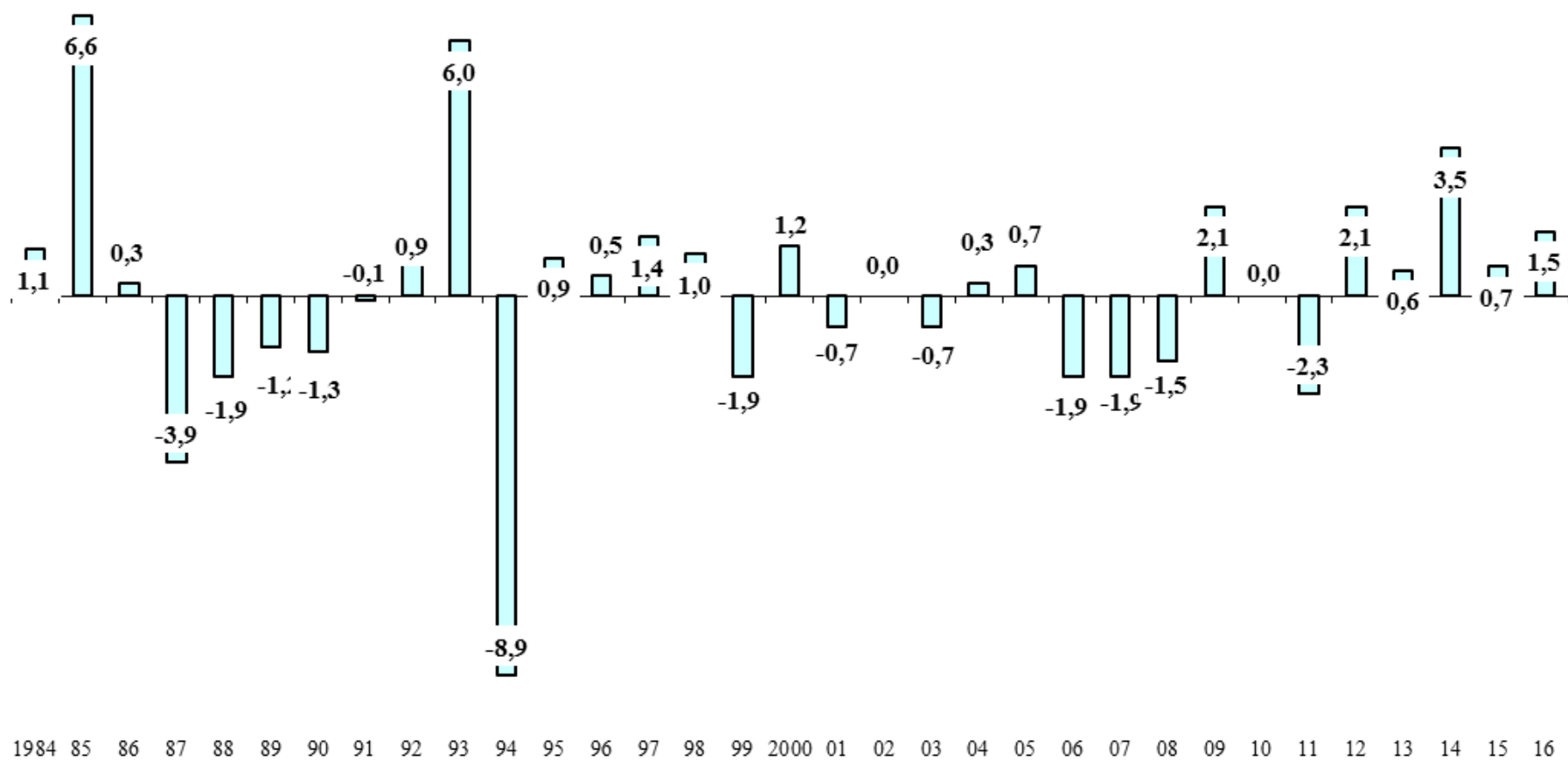


Graf. 4 - Totale fondi contro BOT

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

