

UFFICIO STUDI MEDIUMBANCA
INDAGINE SUI FONDI E SICAV ITALIANI
(1984-2014)

8 agosto 2015

L'indagine è giunta alla XXIV 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 2015
961 fondi di diritto italiano

Questa edizione considera 961 fondi di diritto italiano facenti capo agli operatori più importanti per patrimonio gestito (21 per i fondi aperti), oltre a 1513 fondi (o comparti di essi) incorporati e liquidati sino a tutto il 2014. 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 118 fondi in più, tenuto conto di 77 fondi incorporati o liquidati, nonché di 52 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 anche nel 2014, consolidando l'inversione di tendenza manifestata nell'anno precedente. Nel 2014 la raccolta netta è stata positiva per circa 33 miliardi di euro. 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 12% 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 79%.
- **Risultato positivo di gestione:** nel 2014 i fondi hanno chiuso i loro conti con un utile lordo di imposte di 11 miliardi di euro (su un patrimonio da gestire che ad inizio anno era pari a 218 miliardi). Il rendimento netto medio del patrimonio è valutabile al 4%, che ha beneficiato particolarmente del recupero dei fondi azionari (6%), dei bilanciati (5,5%) e degli obbligazionari (4,1%), come pure dei fondi pensione, sia negoziali (7,2%) che aperti (7,5%); i fondi flessibili si sono fermati al 2,1%.
- **Modalità di gestione:** i costi di gestione sono rimasti fermi all'1,2% del patrimonio con la punta del 2,7% nel comparto azionario (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 comuni aperti italiani negli ultimi 31 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 4,1 volte contro le 5 dei BOT). Sulla base del tasso *risk free*, il frutto dei fondi aperti mette in evidenza una distruzione di valore pari a circa 115 miliardi di euro nell'ultimo quindicennio.
- **Nel 2015:** secondo le statistiche ufficiali disponibili, nei primi tre mesi del 2015 vi è stata una prevalenza delle sottoscrizioni sui riscatti per 10,1 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 14,5 miliardi. La *performance* degli italiani nel periodo è valutabile nell'ordine del 4,6%.

Patrimonio complessivo (Edizione 2015 carta, Tab. I, pagg. 2-5).

I 961 fondi indagati dall'Ufficio Studi contavano alla fine del 2014 un patrimonio aggregato pari a 260 miliardi di euro, dei quali 159 miliardi relativi a fondi comuni aperti (Graf. 1).

Il ritorno ai livelli superiori a quelli dell'anno di crisi 2008 – quando i fondi italiani avevano in gestione 232 miliardi – è avvenuto principalmente in forza della raccolta netta, che con +32,7 miliardi ha toccato il massimo dal 2000 dopo il periodo 2004-2012 ininterrottamente in rosso, oltre che di un risultato lordo pari a +11 miliardi di euro. La variazione del patrimonio (+42,3 miliardi di euro, al netto dei proventi distribuiti per 1,4 miliardi) è la più elevata dell'ultimo quindicennio; nel periodo la diminuzione complessiva di risorse gestite assomma peraltro a ben 196 miliardi di euro, poco meno della metà (43%) dei 456 miliardi a fine 1999.

Il risultato al lordo delle imposte ha beneficiato di 10,9 miliardi circa di utili netti sul portafoglio, costituiti all'incirca per due terzi da incrementi di valore originati dal recupero delle quotazioni sui mercati finanziari. Gli oneri di gestione hanno proseguito a crescere in valore assoluto (2,9 miliardi di euro contro i 2,5 del 2013), raggiungendo il valore più elevato dal 2009.

Quanto alle singole categorie, quella più importante dei fondi comuni aperti presenta un patrimonio gestito in ripresa (+18,5%, che aumenta a quasi il 30% rispetto al 2012).

Essi hanno chiuso l'esercizio con un risultato al lordo delle imposte positivo per 6,4 miliardi di euro, sommatosi a sottoscrizioni nette per 19,4 miliardi (approfondite nel paragrafo a seguire); gli oneri di gestione qui presentano un incremento del 12%.

In nero il risultato lordo di imposte anche per le altre categorie di fondi (fatti salvi gli immobiliari, in perdita dal 2011), 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 2014 l'industria mondiale dei fondi contava un patrimonio gestito pari a 25.847 miliardi di euro, un importo che superava del 18,6% i 21.790 miliardi del 2013 e del 45,6% 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 ulteriore crescita rispetto al 2013 (50,5% contro 50%, anche in forza dell'incremento di un quinto circa delle masse in gestione); il recupero USA trova contraltare nella sensibile flessione della Francia (4,4% a fronte del 5,1% del 2013, nonostante il +3,2% in termini di patrimonio).

La perdita di terreno dell'Europa (da 31,2% nel 2013 a 30,5%) riflette quella degli OICVM francesi, con i lievi decrementi di quote di Regno Unito e Germania (-0,2% complessivi) bilanciati dalle maggiori incidenze percentuali di Lussemburgo e Irlanda.

L'Australia mantiene così la seconda piazza, nonostante la minor porzione di attivo gestito (5,1% a fronte del 5,4% dell'anno precedente), seguita ancora dalla Francia e dal Regno Unito (3,8%).

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, nonostante una quota in flessione per il quinto anno consecutivo (dal 2,6% al 2,5%), con la Cina che ha segnato un forte progresso dell'incidenza sul totale mondiale (2,3% contro l'1,6% del 2013) in forza di attivi in gestione incrementati di oltre due terzi.

Tra gli emergenti il paese più importante è ancora il Brasile, nonostante il terzo anno consecutivo di calo della quota percentuale – ora 3,2% sul totale mondiale a fronte del 3,4% del 2013 -.

Escludendo Lussemburgo e Irlanda, l'Italia mantiene la quattordicesima posizione come nel 2013: viene dopo Stati Uniti, Australia, Francia, Regno Unito, Brasile, Canada, Giappone, Cina, Svizzera, Germania, Corea, Svezia e Spagna – il primo paese a seguire, il Sudafrica, gestisce masse di circa il 40% 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.

Lussemburgo e Irlanda ospitano essenzialmente fondi *esterovestiti* (rispettivamente, 2.643 miliardi e 1.274 miliardi).

Nel 2014 il patrimonio dei fondi italiani rapportato al PIL (compresi i non armonizzati) è stato pari al 15% contro la media europea del 79%.

Limitandosi ai fondi aperti armonizzati, il rapporto è dell'11,7% 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 2014 costituivano il 57% del patrimonio dei fondi aperti seguiti da gestori italiani (erano il 38% appena 7 anni prima); per il 90% circa erano di diritto lussemburghese.

I dati pubblicati dalla CSSF - Commission de Surveillance du Secteur Financier (Lussemburgo) segnalano che a fine 2014 i gestori di tutto il mondo avevano domiciliato nel Granducato fondi il cui patrimonio aggregato totalizzava 3.095 miliardi di euro, il 18,4% in più della consistenza del 2013 e il 50% in più di fine 2007; le provenienze più importanti erano, nell'ordine, gli Stati Uniti (22,4%), il Regno Unito (16,3%; nel 2003 era appena al 6,5%) che ha sopravanzato la Germania (14,8%) e la Svizzera (13,9%; nel 2005 era prima con il 19,5%); gli italiani conservano stabilmente il quinto posto, in virtù dei 256 miliardi di euro gestiti (8,3% 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 2014 i patrimoni gestiti dei fondi domiciliati in quel paese, comprendendo i non armonizzati, erano pari a 1.661 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 2015 carta, Tab. I, pagg. 2-5).

La raccolta netta dei fondi italiani presenta, come nel 2013, un saldo positivo. Il volume delle sottoscrizioni nel 2014 ha superato quello dei riscatti di 32,7 miliardi di euro (19,4 miliardi per i soli fondi aperti).

Nonostante il recupero di cui ha beneficiato nell'ultimo biennio, l'insieme indagato dall'Ufficio Studi ha subito negli 11 anni sino al 2014 un deflusso pari a 193 miliardi di euro, con i soli fondi aperti e Sicav a 254 miliardi, cifra pari a 1,6 volte il patrimonio in essere a fine 2014.

Nel 2014 la raccolta netta è risultata positiva anche per le altre categorie, particolarmente nei fondi di fondi (6,8 miliardi di euro per i non collegati, contro i 2,7 dei collegati) e nei fondi pensione: 3,8 miliardi di euro, per i due terzi circa – a fronte dei tre quarti del 2013 - in quelli negoziali.

In Europa l'industria dei fondi è stata interessata nel 2014 da afflussi di risparmio sensibilmente più consistenti rispetto all'anno precedente (+48,5%). La raccolta netta complessiva è stata pari a 569 miliardi di euro tra armonizzati e non armonizzati a fronte dei 383 del 2013; il patrimonio gestito presenta un robusto incremento (del 16% circa, da 9.803 a 11.341 miliardi).

Con riferimento ai fondi armonizzati, ingenti flussi netti positivi hanno interessato obbligazionari (191,2 miliardi), bilanciati (186,7 miliardi) e azionari (60,8 miliardi), mentre i fondi monetari presentano raccolta netta in rosso (4,8 miliardi).

La sola Francia è stata colpita da deflussi netti di ammontare rilevante (22 miliardi). Ingenti sottoscrizioni si sono invece verificate nei fondi lussemburghesi (228 miliardi), irlandesi (111,7 miliardi), spagnoli (35,6 miliardi) e britannici (21,7 miliardi).

Per i primi tre mesi del 2015 i dati diffusi dall'associazione italiana dei gestori paiono consolidare per l'intera industria l'inversione di tendenza iniziata nel 2013: le sottoscrizioni hanno prevalso sui riscatti per 24,6 miliardi di euro; al saldo positivo dei fondi *roundtrip* (14,5 miliardi) si è sommato l'apporto dei fondi di diritto italiano (10,1 miliardi).

Tra gennaio e marzo di quest'anno le variazioni di segno positivo più cospicue hanno interessato, analogamente al corrispondente periodo del 2014, i fondi flessibili (15,4 miliardi) e gli obbligazionari (12,2 miliardi); bilanciati (6,5 miliardi) e azionari (5,2 miliardi) anch'essi in nero, con i soli fondi monetari (-0,5 miliardi) e *hedge* (-0,2 miliardi) colpiti da riscatti.

Nei primi tre mesi del 2015 per l'insieme dei paesi europei si sono verificati afflussi netti quasi doppi (284,5 miliardi di euro) rispetto al medesimo periodo del 2014; a fare la parte del leone ancora una volta Lussemburgo (116,5 miliardi) e Irlanda (48,5 miliardi), cui si aggiunge - in controtendenza rispetto agli ultimi anni – la Francia, con raccolta netta di 66,3 miliardi di euro. A beneficiare principalmente delle sottoscrizioni nette i fondi bilanciati e obbligazionari (100,9 e 76,7 miliardi rispettivamente) come pure gli azionari (39,2 miliardi), con i monetari in decisa ripresa dopo sei anni costantemente in rosso (45 miliardi).

Risultato e rendimento

(Edizione 2015 carta, Tab. I, pagg. 2-6, Tab IV, pagg. 120-137, Tabella su internet file *Dati e indici*).

Nel 2014 i 961 fondi italiani censiti in questa indagine hanno chiuso i loro bilanci con un utile lordo di imposte di 11 miliardi di euro (8,8 miliardi di utile lordo nel 2013).

I dati per i soli fondi aperti sono rispettivamente 6,4 miliardi di euro di utili lordi nel 2014 contro 5,7 miliardi nel 2013.

Nel 2014 si è confermata la ripresa osservata nei due anni precedenti, con gli utili su titoli passati da 5,7 a 10,9 miliardi di euro. Sono stati necessari 6 anni perché le pesanti perdite dell'anno di crisi 2008 venissero completamente riassorbite: a fronte dei 30 miliardi di euro di minusvalenze subite in quell'anno sono stati recuperati nel periodo 2009-2014 37 miliardi di euro.

L'utile del 2014 per il complesso dei fondi, pari a 11 miliardi, rappresenta il saldo delle seguenti partite: i) le già citate plusvalenze sul portafoglio (utili su negoziazioni per 3,8 miliardi e da valutazione per 7,1 miliardi); ii) gli oneri di gestione addebitati per 2,9 miliardi di euro (in crescita rispetto ai 2,5 miliardi del 2013); tra i ricavi, iii) il complesso di cedole, dividendi e altri proventi degli investimenti è aumentato a 4,3 miliardi (3,8 miliardi nel 2013), mentre iv) il saldo altri proventi e oneri (incluse imposte prelevate principalmente sui fondi pensione per -0,5 miliardi) è stato negativo per 1,3 miliardi.

Nel 2014 il rendimento netto medio dell'insieme dei 961 fondi è stato pari al 4%².

I fondi aperti hanno segnato il 3,6%: hanno contribuito particolarmente in positivo gli azionari (6%), i bilanciati (5,5%) e gli obbligazionari (4,1%), con i flessibili al 2,1%; i fondi di mercato monetario (di liquidità sino al febbraio 2012) hanno reso lo 0,8%.

Hanno registrato *performance* positive anche i fondi riservati (3,4%), i fondi di fondi (collegati 3,9%, non collegati 4%), gli speculativi (3,5%), i fondi pensione negoziali (7,2%) e aperti (7,5%).

In negativo, come nel 2013, i soli fondi immobiliari (-3,1%).

Rimanendo sui fondi pensione, quelli negoziali hanno chiuso il 2014 cumulando un rendimento da fine 2000 del 55%, che come nel 2013 supera la rivalutazione del TFR, pari al 42,9%, beneficiando delle buone *performance* dell'ultimo triennio.

I fondi pensione aperti guadagnano appena il 26,7% complessivo nei 14 anni, e in ognuno degli anni dal 2001 il loro rendimento cumulato rimane distante (16 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). A partire dal 2008 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 2004, periodi nei quali il rendimento dei fondi pensione, sia per i negoziali (+26% e +46% rispettivamente) sia per gli aperti (+28,9% e +40,3%), supera la rivalutazione del TFR (12,6% e 27,8%).

Sulla base dei dati disponibili, è possibile valutare che i fondi aperti italiani abbiano chiuso il primo trimestre 2015 con una *performance* del 4,6% circa.

A livello europeo, gli armonizzati hanno chiuso i primi tre mesi del 2015 con utili netti valutabili intorno all'11,7% del patrimonio netto.

I tre quarti circa dei recuperi di valore sono venuti dai fondi lussemburghesi, britannici e irlandesi.

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

Nel 2014 il rendimento medio netto dei fondi comuni aperti 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 3,7%), ma permane negativo riferendosi agli ultimi 10 (0,2 punti all'anno in meno, con una perdita in conto capitale del 2%).

Chi avesse tenuto un portafoglio con tutti i fondi comuni aperti disponibili negli ultimi 31 anni avrebbe subito, rispetto ad un impiego annuale in BOT a 12 mesi, una perdita di patrimonio poco inferiore a una volta il patrimonio iniziale – aumentato nel periodo di sole 4,1 volte contro le 5 dei BOT -.

Limitandosi ai fondi azionari, la *performance* 2014 è stata del 6%, inferiore a quella (19,6%) delle borse internazionali - loro principale mercato di riferimento -, come pure alla *performance* della Borsa italiana (1,6%).

Anche qui, la prospettiva di lungo periodo propone un quadro non favorevole. Negli ultimi 5 anni i guadagni dei fondi azionari italiani (4,9% medio annuo) sono stati inferiori a quelli della media internazionale (14%), come pure nell'ultimo decennio (2,4% annuo contro 7,2%), mentre nei 31 anni di attività dei fondi di diritto italiano la *performance* è inferiore anche a quella della Borsa italiana (4,8% medio annuo a fronte del 7,6% per le azioni nazionali e del 9,3% 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 4 miliardi di euro, in un contesto decennale si verifica invece una distruzione di ricchezza intorno ai 7 miliardi, che diviene di ben 115 miliardi sui 15 anni.

Ove si tenesse conto del premio al rischio per la componente azionaria, la distruzione di ricchezza dal 2005 al 2014 sarebbe nell'ordine dei 33 miliardi di euro, importo che aumenta a 177 miliardi considerando il quindicennio che inizia nel 2000 (tale ammontare supera dell'11% 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 del patrimonio complessivo.

Composizione del portafoglio (Edizione 2015 carta, Tab. II, pag. 24-27 totale fondi).

Il patrimonio dei 961 fondi italiani era costituito da titoli per l'88% e da attività diverse nette per il residuo 12%.

Nei titoli figuravano titoli di Stato e obbligazioni per il 68,8%, azioni per il 16,3% e quote di altri fondi per il 14,9%.

Nei soli fondi aperti la quota dei titoli di Stato e delle obbligazioni era pari al 77,3%, mentre la quota degli altri fondi scendeva al 6,5%.

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 di tutti i 961 fondi è pari al 13,2% (in ulteriore crescita sull'11,7% del 2013 e prossimo al massimo storico del 13,5% raggiunto nel 2007).

Le strutture di portafoglio più aggressive sono evidenziate, oltre che dai fondi chiusi (impieghi in azioni pari all'82,9% dell'intero patrimonio), dai fondi pensione aperti (quota azionaria pari al 22% e impieghi in altri fondi al 24,3%).

Rotazione (Edizione 2015 carta, Tab. V, pagg. 152-155 totale fondi).

Nel 2014 il *turnover* dei 961 fondi si è ridotto a 1,2 volte (contro le 1,3 del 2013), tornando sui livelli dell'anno 2009.

Nel dettaglio, la rotazione è 1,3 volte per i titoli di Stato e le obbligazioni (1,5 nel 2012); azioni (1,2 volte) e quote di fondi (0,6 volte) si sono mantenuti sui valori del 2013.

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 statunitensi, è stato pari nel 2014 mediamente a 0,43 volte (con la media del periodo 1980-2014 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 2014, pari a 2,9 miliardi di euro, è incrementato rispetto a quello dell'anno precedente (2,5 miliardi); l'incidenza media sul patrimonio gestito è invece rimasta all'1,2% (1,4% relativamente ai soli fondi comuni aperti, livello anch'esso invariato).

L'incidenza delle commissioni è analoga a quelli dell'anno di crisi 2008. I costi addebitati agli azionari (2,7%) flettono, seppur di poco, rispetto al massimo storico del 2013 (2,9%), principalmente per la ridotta incidenza delle provvigioni di incentivo (0,1% contro lo 0,4% nel 2013). Anche per i bilanciati (1,7%, in lieve calo rispetto all'1,8% del 2013) le commissioni permangono elevate, con gli obbligazionari che rimangono 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 2014 (dati ICI) sono stati pari allo 0,70% negli azionari (0,74% nel 2013, 0,83% nel 2010, 0,99% nel 2000 e nel 1990) e allo 0,57% negli obbligazionari (0,61% nel 2013, 0,64% nel 2010, 0,76% nel 2000, 0,88% nel 1990), mentre i monetari sono intorno allo 0,13% (0,17% nel 2013, 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.

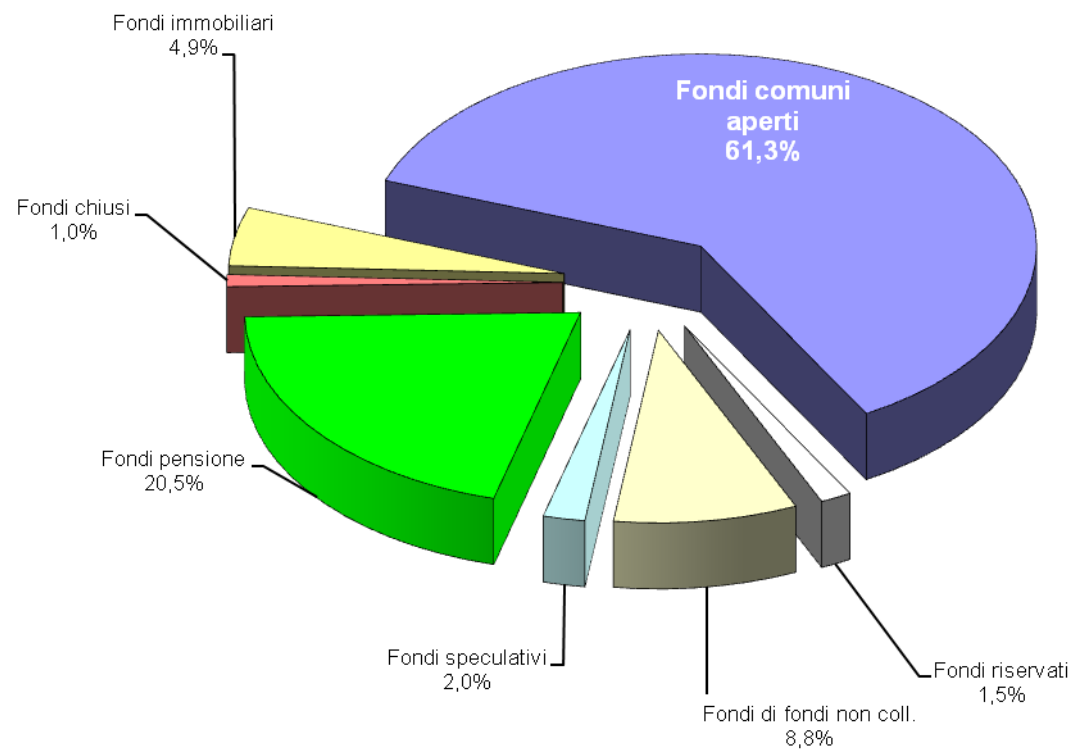
Sui fondi azionari gravano oneri pari a quasi quattro volte (il rapporto, appena inferiore al livello massimo del 2013, era pari a poco più di una volta e mezzo nel 1990 e nel 1995), mentre gli obbligazionari costano in media oltre il doppio (massimo storico; era 1,1 volte nel 1990) e i fondi di mercato monetario 5,4 volte (il punto più alto del rapporto con i costi dei fondi USA, nel 2006 pari a 1,6 volte)⁶.

⁶ 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

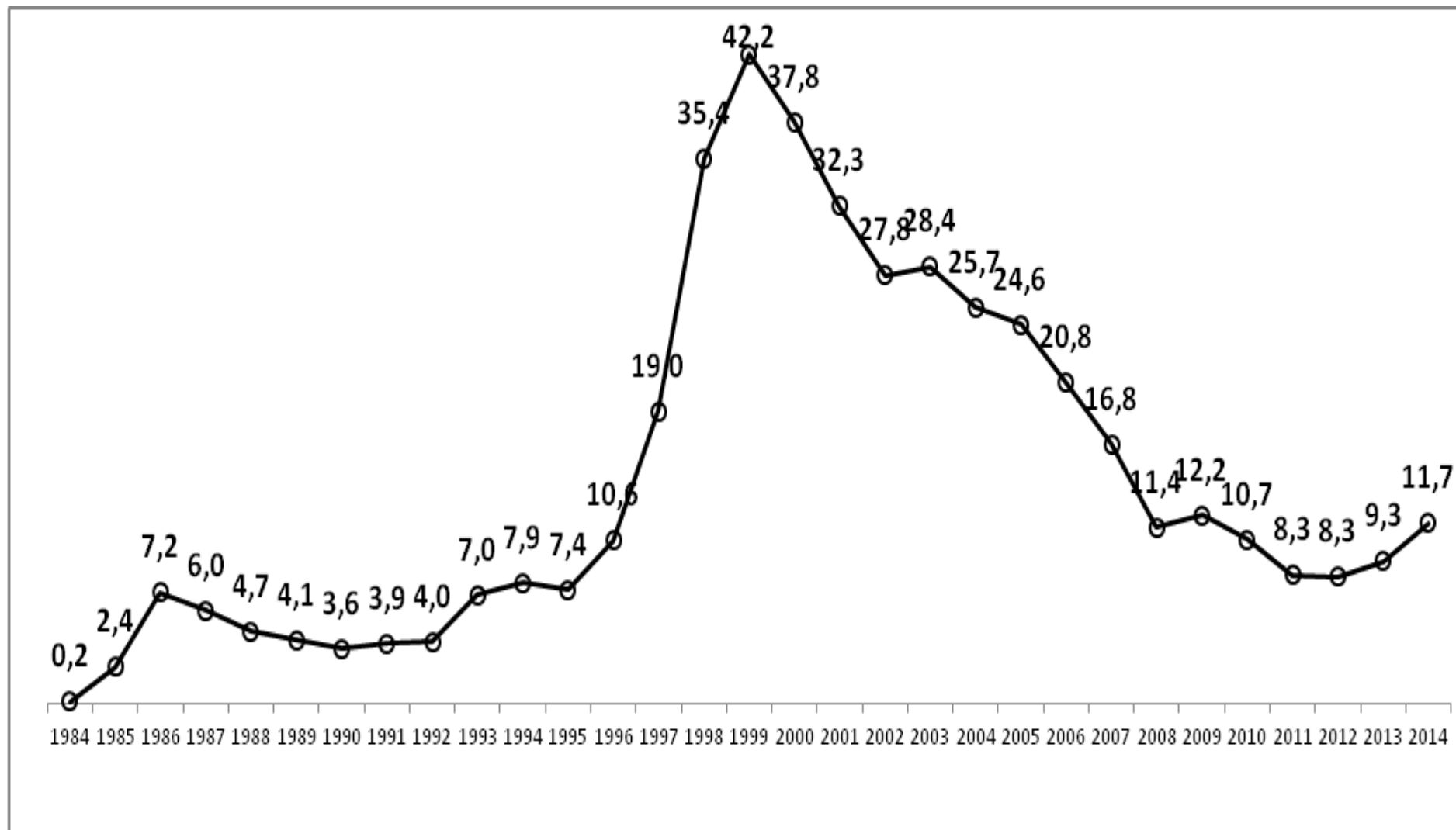
	nel 2014	ultimi 5 anni dal 2009 al 2014		ultimi 10 anni dal 2004 al 2014		dalla nascita (31 anni) da inizio 1984 al 2014	
	%	Var. %	% media annua	Var. %	% media annua	Var. % assoluta	% media annua
Tutti i fondi	3,6	13,9	2,6	23,6	2,1	407,3	5,4
BOT a 12 mesi	0,6	10,2	2,0	25,5	2,3	495,6	5,9
<i>Differenza</i>	3,0	3,7	0,7	-2,0	-0,16	-88,3	-0,5
						dalla nascita (31 anni) da inizio 1984 al 2014	
Fondi azionari	6,0	27,3	4,9	26,3	2,4	332,5	4,8
<i>Indice MIB/MB total return</i>	1,6	<i>1,6</i>	<i>0,3</i>	<i>-2,2</i>	<i>-0,2</i>	864,9	7,6
<i>Indice MSCI World in €</i>	19,6	92,9	14,0	101,2	7,2	1.465,3	9,3

Graf. 1 – Patrimonio netto dei fondi italiani a fine 2014



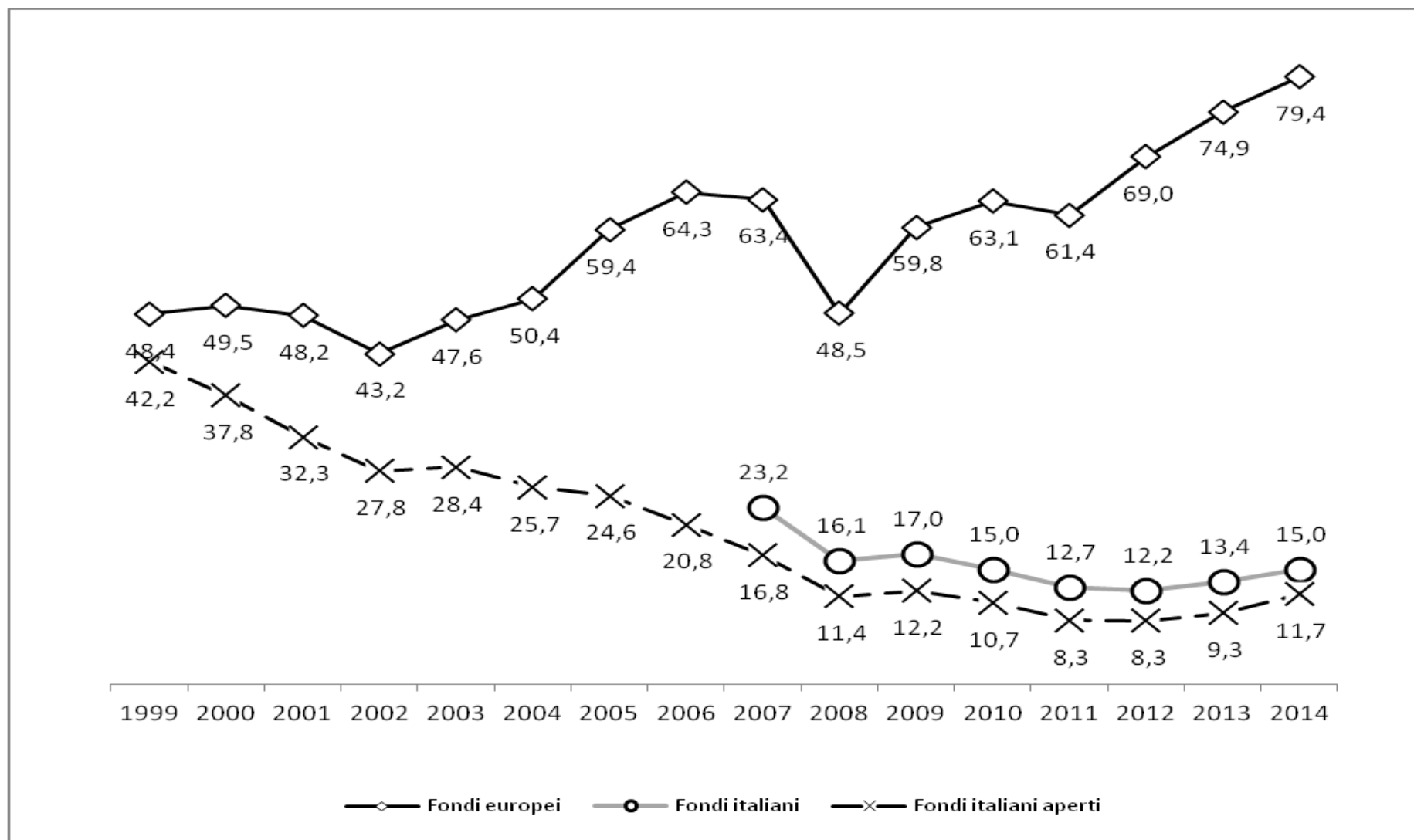
Graf. 2 – Italia: patrimonio netto dei fondi di diritto italiano in % del PIL

Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia



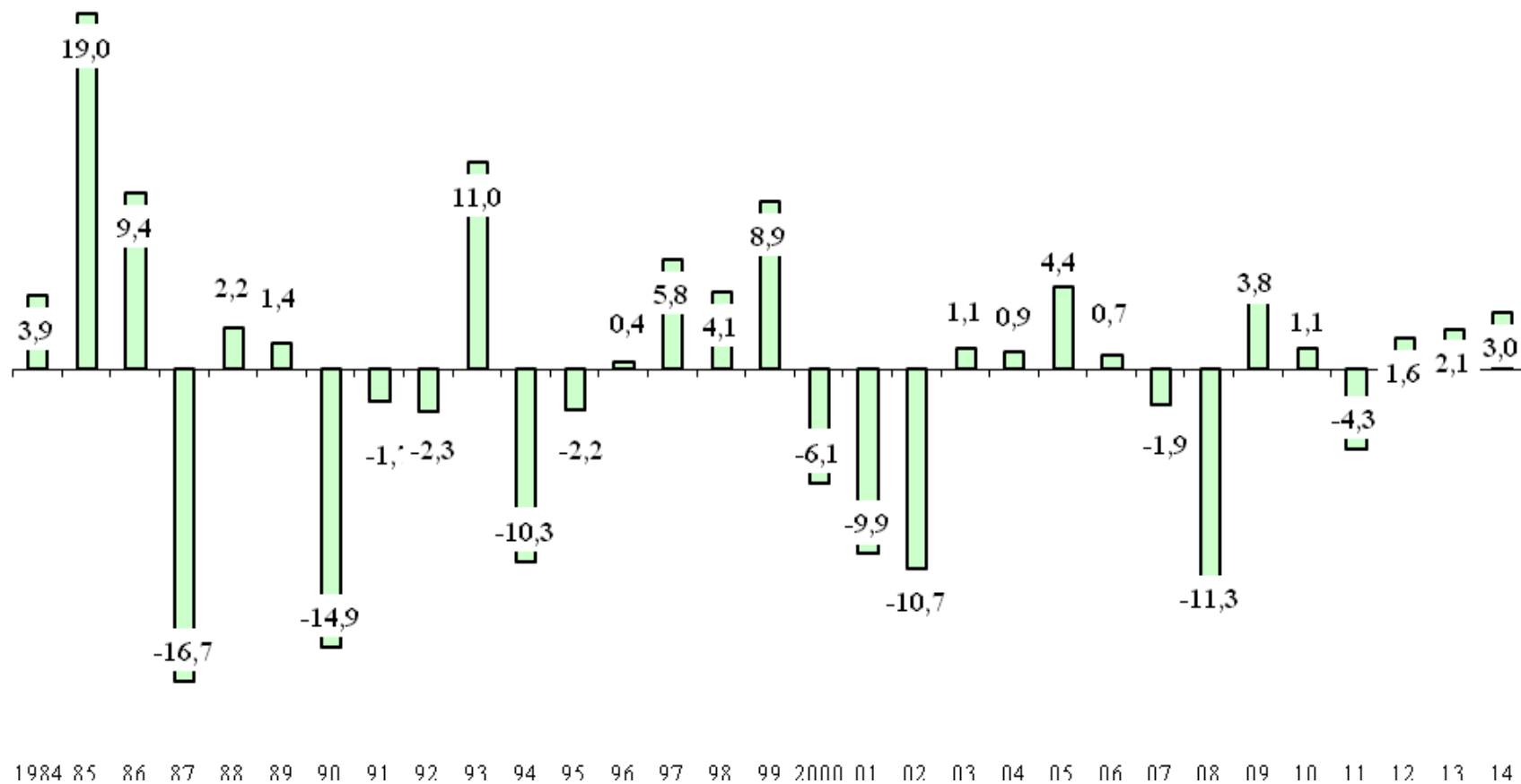
Graf. 3 – Europa ed Italia: patrimonio netto dei fondi comuni in % del PIL

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

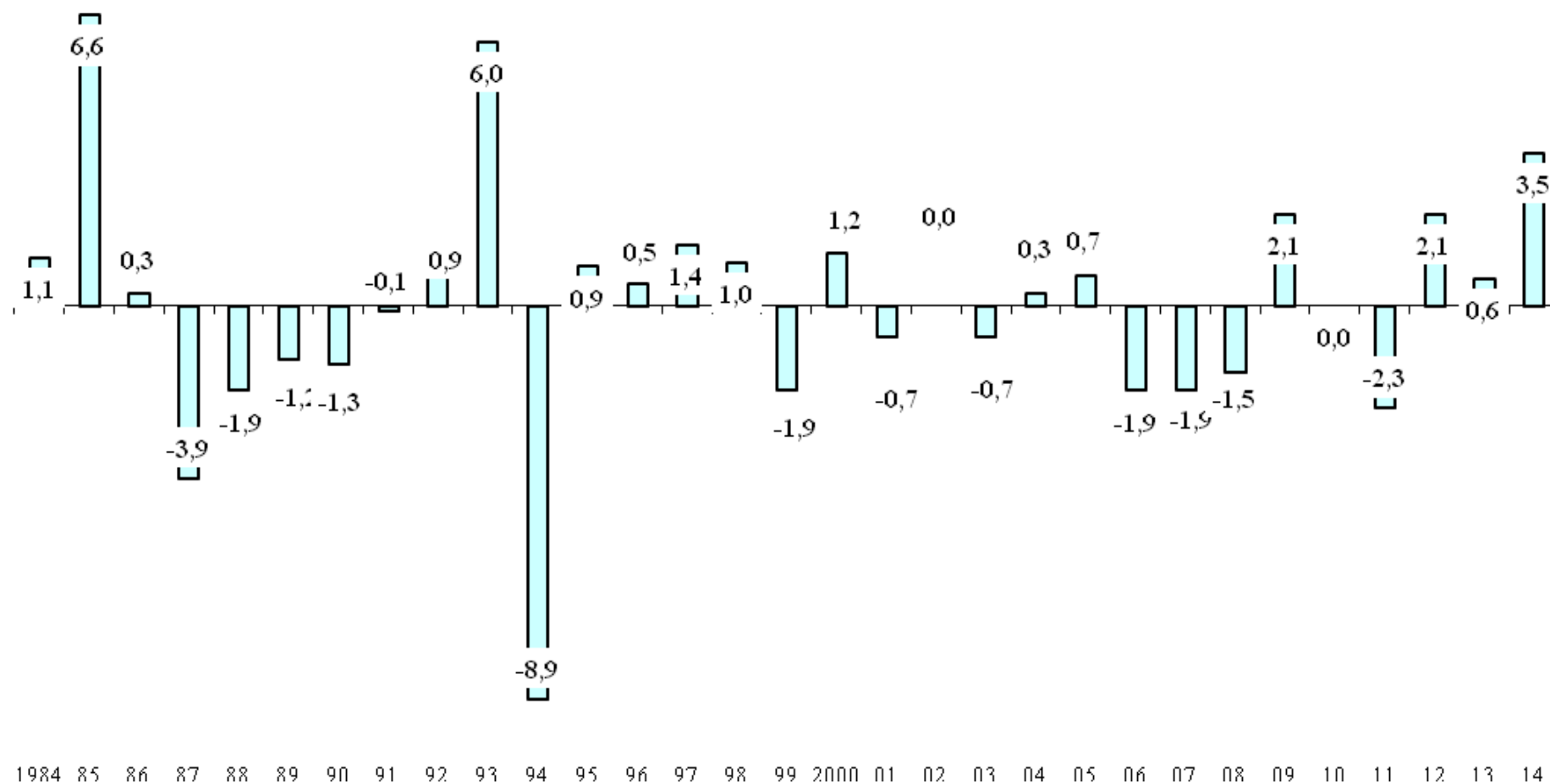


Graf. 4 - Totale fondi contro BOT

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

