

UFFICIO STUDI MEDIOBANCA
INDAGINE SUI FONDI E SICAV ITALIANI
(1984-2015)

15 dicembre 2016

L'indagine è giunta alla XXV 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 2016
1003 fondi di diritto italiano

Questa edizione considera 1003 fondi di diritto italiano facenti capo agli operatori più importanti per patrimonio gestito (24 per i fondi aperti), oltre a 1611 fondi (o comparti di essi) incorporati o liquidati sino a tutto il 2015. Il tasso di rappresentatività dell'industria in termini di patrimonio è del 98% nel comparto dei fondi aperti e di oltre il 94% nelle altre categorie - eccetto chiusi e immobiliari -. Rispetto all'edizione precedente sono stati rilevati 117 fondi in più, tenuto conto di 60 fondi incorporati o liquidati, nonché di 15 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 terzo anno consecutivo, consolidando l'inversione di tendenza manifestata nei due anni precedenti. Nel 2015 la raccolta netta è stata positiva per circa 25 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% all'86%.
- **Risultato positivo di gestione:** nel 2015 i fondi hanno chiuso i loro conti con un utile lordo di imposte di 5,4 miliardi di euro (su un patrimonio da gestire che ad inizio anno era pari a 263 miliardi). Il rendimento netto medio del patrimonio è valutabile all'1,6%, che ha beneficiato particolarmente del recupero dei fondi azionari (6,1%) e dei bilanciati (2,7%), come pure dei fondi pensione, sia negoziali (2,5%) che aperti (2,9%); i fondi obbligazionari si sono fermati all'1,1%, mentre la *performance* dei fondi di liquidità e dei flessibili non è andata oltre lo 0,3%.
- **Modalità di gestione:** i costi di gestione sono saliti all'1,3% del patrimonio (1,2% nel 2014) con la punta del 2,9% nel comparto azionario (oltre quattro volte rispetto ai fondi USA). Anche la **rotazione** del portafoglio (il cui completo rigiro avviene ogni 11 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 32 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 4,15 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 84 miliardi di euro nell'ultimo quindicennio.
- **Nel 2016:** secondo le statistiche ufficiali disponibili, nei primi nove mesi del 2016 vi è stata una prevalenza delle sottoscrizioni sui riscatti per 5,1 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 17 miliardi. La *performance* degli italiani nel periodo è valutabile intorno al -0,1%.

Patrimonio complessivo (Edizione 2016 carta, Tab. I, pagg. 2-5).

I 1003 fondi indagati dall'Ufficio Studi contavano alla fine del 2015 un patrimonio aggregato pari a 292 miliardi di euro, dei quali 184 miliardi relativi a fondi comuni aperti (Graf. 1).

L'avvicinamento a livelli paragonabili a quelli del 2007, anno precedente la crisi finanziaria – quando i fondi italiani avevano in gestione 232 miliardi – è avvenuto principalmente in forza della raccolta netta, che con +25,1 miliardi ha toccato il secondo ammontare più elevato dal 2000 dopo il periodo 2004-2012 ininterrottamente in rosso, oltre che di un risultato lordo pari a +5,4 miliardi di euro. La variazione del patrimonio (+28,6 miliardi di euro, al netto dei proventi distribuiti per 1,8 miliardi) è la più elevata, dopo quella del 2014, degli ultimi 16 anni; nel periodo la diminuzione complessiva di risorse gestite assomma peraltro a ben 167 miliardi di euro, oltre un terzo (37%) dei 457 miliardi a fine 1999.

Il risultato al lordo delle imposte ha beneficiato di 4,6 miliardi circa di utili netti sul portafoglio, costituiti prevalentemente da plusvalenze su realizzi e rimborsi di titoli. Gli oneri di gestione hanno proseguito a crescere in valore assoluto (3,5 miliardi di euro contro i 2,9 del 2014), raggiungendo il valore più elevato dal 2008.

Quanto alle singole categorie, quella più importante dei fondi comuni aperti presenta un patrimonio gestito in ripresa nell'ultimo triennio (+13,4% sul 2014, che aumenta a quasi il 50% rispetto al 2012).

Essi hanno chiuso l'esercizio con un risultato al lordo delle imposte positivo per 3,3 miliardi di euro, sommatosi a sottoscrizioni nette per 19,8 miliardi (approfondite nel paragrafo a seguire); gli oneri di gestione qui presentano un incremento del 26%.

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 2015 l'industria mondiale dei fondi contava un patrimonio gestito pari a 34.160 miliardi di euro, un importo che superava dell'11,9% i 30.535 miliardi del 2014.

Gli Stati Uniti mantengono saldamente il primo posto con una frazione di attivo gestito mondiale in flessione rispetto al 2014 (47,7% contro 48,1%, nonostante un incremento di un decimo circa delle masse in gestione); di pari incidenza l'arretramento dell'Europa (-0,4%), che riflette in particolare le minori incidenze sul totale globale di Francia (-0,3%) e Germania (-0,2%) (4,4% a fronte del 5,1% del 2013, nonostante il +3,2% in termini di patrimonio).

Il ridimensionamento che oltre ai mercati occidentali ha interessato Brasile, Canada e Australia (con quote sul totale mondiale in flessione rispettivamente dello 0,7%, 0,3% e 0,2%) trova origine nella forte espansione di Cina (+1,5%, riconducibile per i tre quarti alla raccolta netta) e Giappone (+0,4%).

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.

La Francia mantiene la seconda piazza, nonostante la minor porzione di attivo gestito (4,9% a fronte del 5,2% dell'anno precedente), seguita dalla Germania (4,8%) e dal Regno Unito (4,2%).

In Asia i valori più importanti continuano a venire dal Giappone (3,6%), seguito a breve distanza dalla Cina (3,4%), divenuto il più importante tra i paesi emergenti a scapito del Brasile, in forza di attivi in gestione all'incirca raddoppiati rispetto al 2014.

Escludendo Lussemburgo e Irlanda, l'Italia mantiene la quattordicesima posizione come nel 2014: viene dopo Stati Uniti, Francia, Germania, Regno Unito, Australia, Giappone, Cina, Canada, Brasile, Svizzera, Corea, Svezia e Spagna – il primo paese a seguire, l'India, gestisce masse di circa un quinto 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* (nelle rilevazioni ICI il rispettivo patrimonio in gestione era pari a 3.275 miliardi e 1.899 miliardi).

Nel 2015 il patrimonio dei fondi italiani rapportato al PIL (compresi i non armonizzati) è stato pari al 17% contro la media europea dell'86%.

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 2015 costituivano il 58% del patrimonio dei fondi aperti seguiti da gestori italiani (erano il 38% appena 7 anni prima); per i nove decimi circa erano di diritto lussemburghese.

I dati pubblicati dalla CSSF - Commission de Surveillance du Secteur Financier (Lussemburgo) segnalano che a fine 2015 i gestori di tutto il mondo avevano domiciliato nel Granducato fondi il cui patrimonio aggregato totalizzava 3.506 miliardi di euro, il 13,3% in più della consistenza del 2014 e il 70% circa superiore all'ammontare di fine 2007; le provenienze più importanti erano, nell'ordine, gli Stati Uniti (21,7%), il Regno Unito (16,6%; nel 2003 era appena al 6,5%), la Germania (14,7%, lontana dal massimo del 21% del 2008) e la Svizzera (14%; nel 2005 era prima con il 19,5%); gli italiani conservano stabilmente il quinto posto, in virtù dei 305 miliardi di euro gestiti (8,7% del totale, l'incidenza più alta dal 2008), seguiti dalla Francia (7,6%). 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 2015 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 2016 carta, Tab. I, pagg. 2-5).

La raccolta netta dei fondi italiani presenta nel 2015 un saldo positivo, come nel biennio precedente. Il volume delle sottoscrizioni del 2015 ha superato quello dei riscatti di 25,1 miliardi di euro (19,8 miliardi per i soli fondi aperti).

Nonostante il recupero di cui ha beneficiato nell'ultimo triennio, l'insieme indagato dall'Ufficio Studi ha subito nei 12 anni sino al 2015 un deflusso pari a 166 miliardi di euro, con i soli fondi aperti e Sicav a 233 miliardi, cifra pari a 1,3 volte circa il patrimonio in essere a fine 2015.

Nel 2015 la raccolta netta è risultata positiva – con l'eccezione dei fondi aperti riservati e dei fondi chiusi mobiliari - anche per le altre categorie, particolarmente nei fondi di fondi (3,5 miliardi di euro per i collegati, contro i 1,9 dei non collegati) e nei fondi pensione: 2,9 miliardi di euro, per i due terzi circa – analogamente al 2014 - in quelli negoziali.

In Europa l'industria dei fondi è stata interessata nel 2015 da afflussi di risparmio ancor più consistenti rispetto all'anno precedente (+27%). La raccolta netta complessiva è stata pari a 725 miliardi di euro tra armonizzati e non armonizzati a fronte dei 569 del 2014; il patrimonio gestito presenta un robusto incremento (del 17% circa, da 11.341 a 13.320 miliardi).

Con riferimento ai fondi armonizzati, flussi netti positivi hanno interessato ciascuna categoria, particolarmente fondi *multi-asset* (236,1 miliardi), azionari (133,7 miliardi), con i bilanciati a 83,1 miliardi e monetari a 77,1 miliardi.

Ingenti sottoscrizioni nette si sono verificate nei fondi lussemburghesi (264 miliardi), irlandesi (95,9 miliardi) e francesi (70,2 miliardi), con Spagna, Svizzera e Germania rispettivamente a 33,2, 28,8 e 24 miliardi.

Per i primi nove mesi del 2016 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 22,1 miliardi di euro; al saldo positivo dei fondi *roundtrip* (17 miliardi) si è sommato l'apporto dei fondi di diritto italiano (5,1 miliardi).

Tra gennaio e settembre dell'anno corrente le variazioni di segno positivo più cospicue hanno interessato, analogamente al corrispondente periodo del 2014, i fondi obbligazionari (13,5 miliardi) e i flessibili (12,9 miliardi); bilanciati (2,9 miliardi) e monetari (0,2 miliardi) anch'essi in nero, con i soli fondi azionari (-1 miliardo) e *hedge* (-0,2 miliardi) colpiti da riscatti.

Nei primi sei mesi del 2016 per l'insieme dei paesi europei si sono verificati afflussi netti ben più modesti (64,4 miliardi di euro) rispetto al medesimo periodo del 2015 (397,3 miliardi), principalmente per effetto della contrazione che ha interessato il Lussemburgo (da +205,6 a -0,7 miliardi); a fare la parte del leone Irlanda (50 miliardi) e Svizzera (11,3 miliardi).

A beneficiare principalmente delle sottoscrizioni nette i fondi obbligazionari e monetari (33,2 e 25,4 miliardi rispettivamente) come pure i fondi *multi-asset* (20,6 miliardi), con gli azionari colpiti da deflussi netti per 21,7 miliardi.

Risultato e rendimento

(Edizione 2016 carta, Tab. I, pagg. 2-6, Tab IV, pagg. 124-141, Tabella su internet file *Dati e indici*).

Nel 2015 i 1003 fondi italiani censiti in questa indagine hanno chiuso i loro bilanci con un utile lordo di imposte di 5,4 miliardi di euro (11,2 miliardi di utile lordo nel 2014).

I dati per i soli fondi aperti sono rispettivamente 3,3 miliardi di euro di utili lordi nel 2015 contro 6,6 miliardi nel 2014.

Nel 2015 si è confermata la ripresa osservata nei due anni precedenti, con gli utili su titoli passati da 11 a 4,6 miliardi di euro. Gli utili cumulati (41,9 miliardi) nel settennio 2009-2015, se hanno completamente riassorbito le pesanti perdite (30 miliardi) registrate nell'anno di crisi 2008, sono di appena il 40% superiori ad esse.

L'utile del 2015 per il complesso dei fondi, pari a 5,4 miliardi, rappresenta il saldo delle seguenti partite: i) le già citate plusvalenze sul portafoglio (utili su negoziazioni per 4 miliardi e da valutazione per 0,7 miliardi); ii) gli oneri di gestione addebitati per 3,5 miliardi di euro (in crescita rispetto ai 2,9 miliardi del 2014); tra i ricavi, iii) il complesso di cedole, dividendi e altri proventi degli investimenti è aumentato a 4,7 miliardi (4,3 miliardi nel 2014), mentre iv) il saldo altri proventi e oneri (incluse imposte prelevate principalmente sui fondi pensione per -0,6 miliardi) è stato negativo per 0,5 miliardi.

Nel 2015 il rendimento netto medio dell'insieme dei 1003 fondi è stato pari al 1,6%².

I fondi aperti hanno segnato l'1,5%: hanno contribuito particolarmente in positivo gli azionari (6,1%) e i bilanciati (2,7%); gli obbligazionari hanno reso l'1,1%, con flessibili e fondi di mercato monetario allo 0,3%.

Hanno registrato *performance* positive anche i fondi riservati (2,1%), gli speculativi (1,6%), i fondi pensione negoziali (2,5%) e aperti (2,9%); pure in nero, anche se con rendimenti trascurabili, i fondi di fondi (collegati 0,1%, non collegati 0,7%).

Ancora in negativo – si verifica da un quinquennio - i soli fondi immobiliari (-0,7%).

Rimanendo sui fondi pensione, quelli negoziali hanno chiuso il 2015 cumulando un rendimento da fine 2000 del 59,3%, che come nel 2014 supera la rivalutazione del TFR, pari al 44,7%, beneficiando delle buone *performance* dell'ultimo quadriennio.

I fondi pensione aperti guadagnano appena il 30,4% complessivo nei 15 anni, e in ognuno degli anni dal 2001 il loro rendimento cumulato rimane distante (14 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 2005, periodi nei quali il rendimento dei fondi pensione, sia per i negoziali (+25,4% e +39,2% rispettivamente) sia per gli aperti (+27,4% e +29,6%), supera la rivalutazione del TFR (11,1% e 26,1%).

Sulla base dei dati disponibili, è possibile valutare che i fondi aperti italiani abbiano chiuso i primi nove mesi del 2016 con una *performance* del -0,1% circa.

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

Nel 2015 il rendimento medio netto dei fondi comuni aperti considerati in quest'indagine è stato pari all'1,5%. 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 (0,6 punti all'anno in più, che si traduce in un guadagno in conto capitale del 2,5%), ma permane negativo riferendosi agli ultimi 10 (0,5 punti all'anno in meno, con una perdita in conto capitale del 6%).

Il divario diviene ancor più marcato relativamente al quindicennio 2001-2015 (1,3 punti all'anno in meno, che implicano una perdita in conto capitale del 25%).

Chi avesse tenuto un portafoglio con tutti i fondi comuni aperti disponibili negli ultimi 32 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 4,15 volte contro le 5 dei BOT -.

L'industria dei fondi continua a rappresentare un elemento 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 20 miliardi, che diviene di ben 84 miliardi sui 15 anni.

Ove si tenesse conto del premio al rischio per la componente azionaria, la distruzione di ricchezza dal 2006 al 2015 sarebbe nell'ordine dei 42 miliardi di euro, importo che aumenta a 136 miliardi considerando il quindicennio che inizia nel 2001 (tale ammontare è pari ai tre quarti circa della 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).

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 2016 carta, Tab. II, pagg. 25-27 - totale fondi).

Il patrimonio dei 1003 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 65,4%, azioni per il 16,8% e quote di altri fondi per il 17,8%.

Nei soli fondi aperti la quota dei titoli di Stato e delle obbligazioni era pari al 70,4%, mentre la quota degli altri fondi scendeva al 12,6%.

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 1003 fondi ha raggiunto, dopo un triennio di crescita ininterrotta, il massimo storico con il 15,6% (superiore anche al 13,4% del 2007).

Le strutture di portafoglio più aggressive sono evidenziate, oltre che dai fondi chiusi (impieghi in azioni pari all'84,5% dell'intero patrimonio), dai fondi pensione aperti (quota azionaria pari al 20,6% e impieghi in altri fondi al 24,8%).

Rotazione (Edizione 2016 carta, Tab. V, pagg. 157-159 totale fondi).

Nel 2015 il *turnover* dei 1003 fondi è caduto al minimo storico di 1,1 volte dopo un progressivo calo (erano 1,2 volte nel 2014, 1,3 nel 2013 e 1,5 nel 2012).

Nel dettaglio, la rotazione è 1,1 volte per i titoli di Stato e le obbligazioni (1,3 nel 2014); azioni (1,3 volte contro 1,2 del 2014) e quote di fondi (0,8 volte; nel 2014 erano 0,6) appaiono in controtendenza.

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

Il rigiro del portafoglio avviene mediamente ogni 11 mesi circa per titoli di Stato e obbligazioni, quello azionario ogni 9 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 2015 mediamente a 0,44 volte (con la media del periodo 1980-2015 pari a 0,6).

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 2015, pari a 3,5 miliardi di euro, è più elevato di un quinto circa rispetto a quello dell'anno precedente (2,9 miliardi), con l'incidenza media sul patrimonio gestito salita all'1,3% dall'1,2% del 2014 (1,5% relativamente ai soli fondi comuni aperti, livello anch'esso incrementato rispetto all'1,4% dell'anno precedente).

L'incidenza dei costi addebitati agli azionari torna al massimo storico toccato nel 2013 (2,9%), gravando di mezzo punto percentuale in più rispetto al 2014 (2,4%), principalmente per il maggior peso delle provvigioni di incentivo (0,4% contro lo 0,1% nel 2014). Gli obbligazionari flettono all'1,1% dall'1,2% del 2014, mentre i flessibili passano dall'1,6% all'1,7% (con commissioni di *performance* invariate allo 0,3%). Bilanciati e monetari, le categorie meno rilevanti in termini di patrimonio gestito, presentano costi più contenuti (rispettivamente l'1,4% contro l'1,7% del 2014 e lo 0,4% a fronte dello 0,7% 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 2015 (dati ICI) sono stati pari allo 0,68% negli azionari (0,70% nel 2014, 0,83% nel 2010, 0,99% nel 2000 e nel 1990) e allo 0,54% negli obbligazionari (0,57% nel 2014, 0,64% nel 2010, 0,76% nel 2000, 0,88% nel 1990), mentre i monetari sono intorno allo 0,13% come nel 2014 (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 che solo nel 2015 hanno superato le quattro volte (il rapporto 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 tre volte (nel 2006 il rapporto con i costi dei fondi USA era pari a 1,6 volte)⁶.

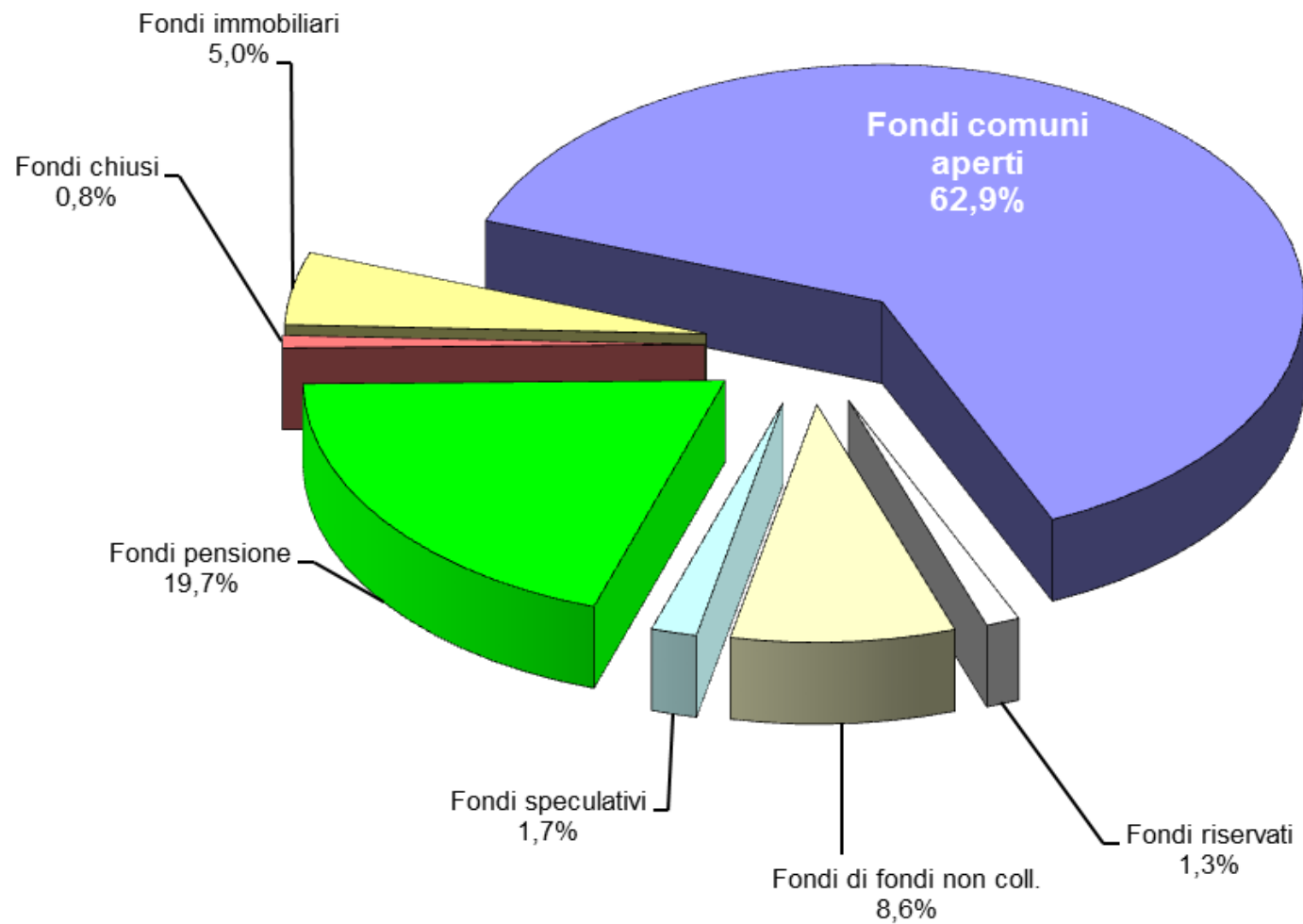
⁶ La Banca d'Italia aveva pubblicato nella sua *Relazione annuale* la 'media semplice' di 'oneri addebitati al fondo per provvigioni e commissioni corrisposte a società di gestione, a banche depositarie o ad altri intermediari' per i fondi armonizzati di diritto italiano, determinata come 'rapporto percentuale 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 2015	ultimi 5 anni dal 2011 al 2015		ultimi 10 anni dal 2006 al 2015		ultimi 15 anni dal 2001 al 2015		dalla nascita (32 anni) da inizio 1984 al 2015	
	%	Var. %	% media annua	Var. %	% media annua	Var. %	% media annua	Var. % assoluta	% media annua
Tutti i fondi	1,5	13,3	2,5	18,0	1,7	15,9	1,0	414,9	5,3
BOT a 12 mesi	0,4	9,7	1,9	23,7	2,2	40,9	2,3	498,2	5,8
Differenza	1,1	3,6	0,6	-5,7	-0,5	-25,0	-1,3	-83,3	-0,5
								dalla nascita (32 anni) da inizio 1984 al 2015	
Fondi azionari	6,1	22,7	4,2	13,3	1,3	-13,0	-0,9	358,9	4,9
<i>Indice Mediobanca Total Return *</i>	14,8	<i>24,7</i>	<i>4,5</i>	<i>-5,1</i>	<i>-0,5</i>	<i>7,5</i>	<i>0,5</i>	<i>1.209,3</i>	<i>8,4</i>

* Comit Performance sino al 1995.

Graf. 1 – Patrimonio netto dei fondi italiani a fine 2015



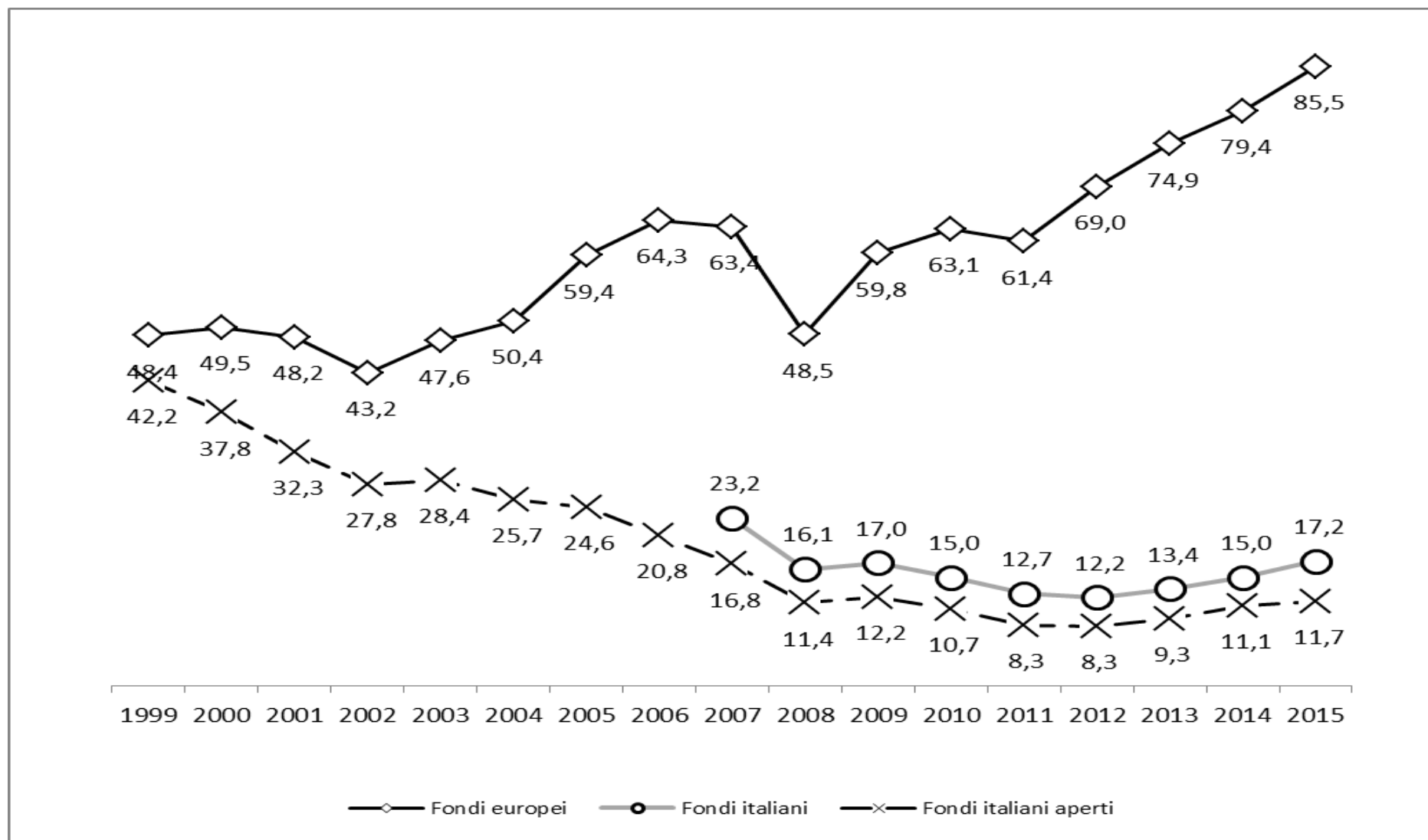
Graf. 2 – Italia: patrimonio netto dei fondi di diritto italiano in % del PIL

Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia



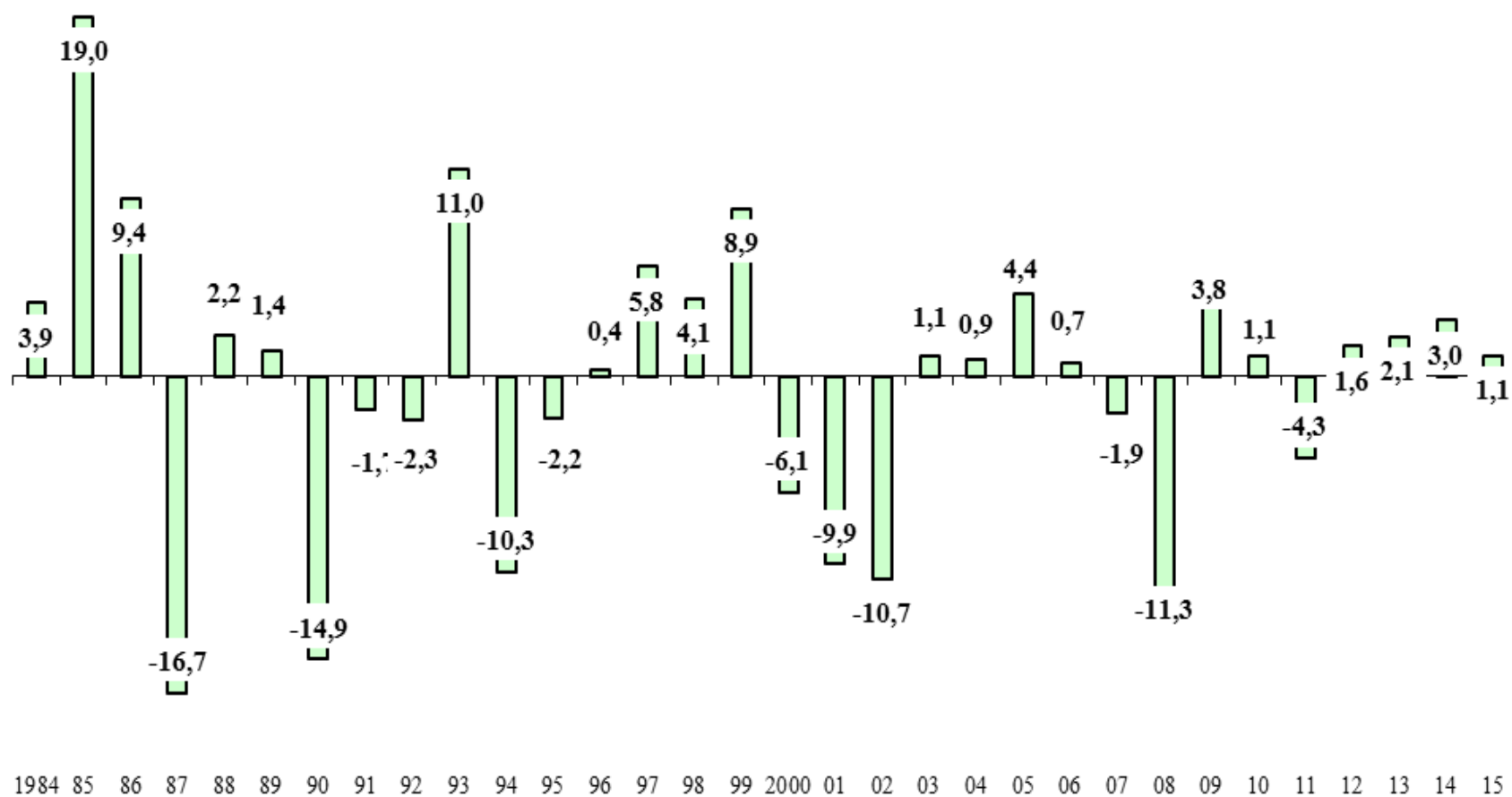
Graf. 3 – Europa ed Italia: patrimonio netto dei fondi comuni in % del PIL

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

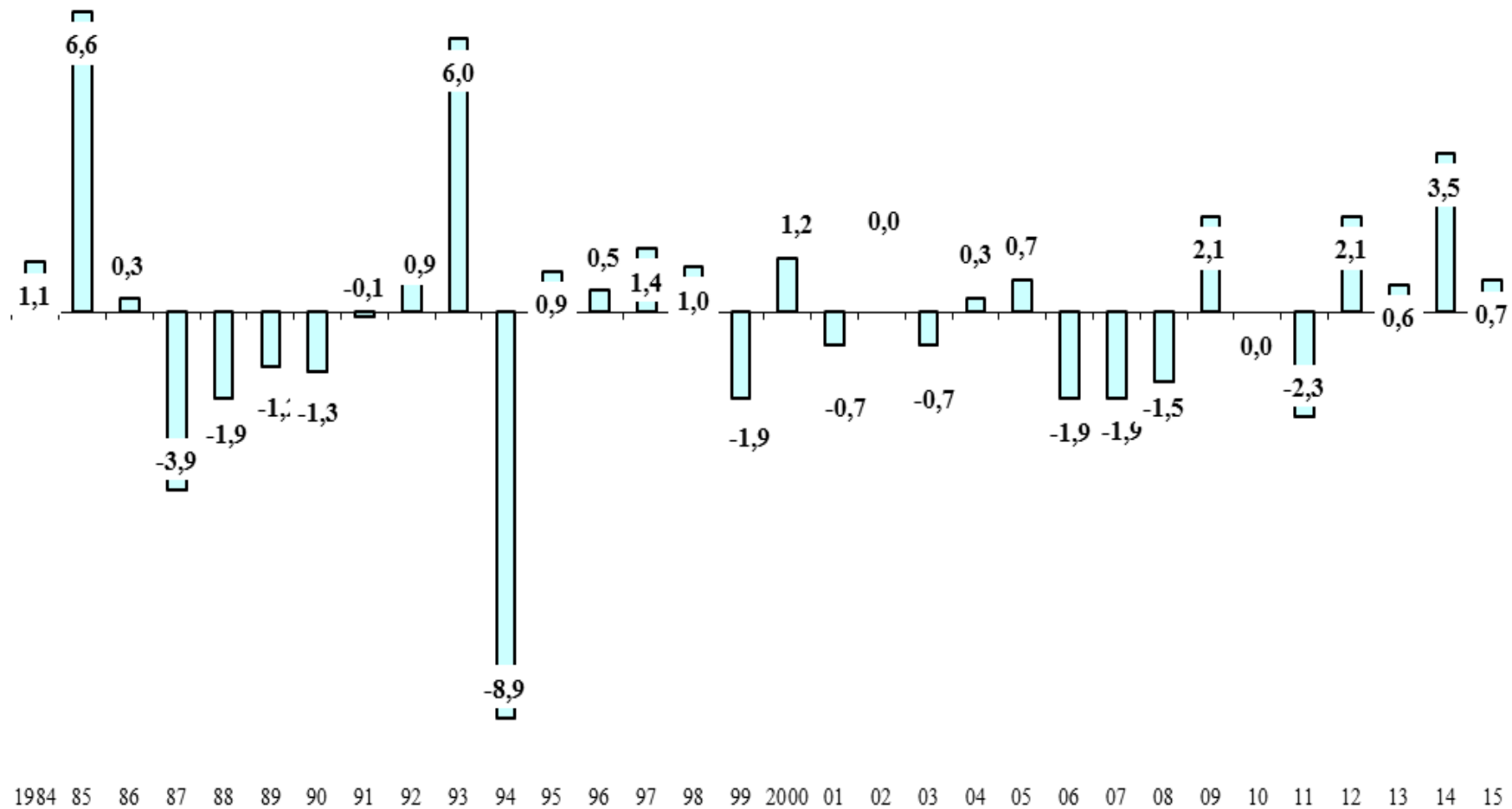


Graf. 4 - Totale fondi contro BOT

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

