



REDDITIVITÀ ED EFFICIENZA DELLE SGR ITALIANE 1999-2011

Alessandro Rota, Riccardo Morassut

Quaderno di ricerca
1 / 2013



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito



ASSEGESTIONI

associazione del risparmio gestito

**REDDITIVITÀ ED EFFICIENZA
DELLE SGR ITALIANE
1999-2011**

Alessandro Rota, Riccardo Morassut

Ufficio Studi*

* Si ringraziano le società associate che fornendo i propri bilanci di esercizio hanno reso possibile questo lavoro.
Il ringraziamento si estende ad Andrea Resti e Francesco Betti per i loro utili commenti e a Luisa Giuliano per il contributo fornito all'elaborazione della prima versione del quaderno.

Indice

1 - Introduzione	5
2 - I bilanci di esercizio delle SGR italiane	9
2.1 Caratteristiche principali del campione	9
2.2 Struttura patrimoniale	12
2.3 Conto economico	16
2.3.1 Indicatori di sintesi	16
2.3.2 Commissioni attive	18
2.3.3 Commissioni passive	23
2.3.4 Margine lordo di gestione	27
2.3.5 Costi operativi	28
2.3.6 Risultato della gestione non caratteristica	32
2.3.7 Risultato economico e dividendi	34
3 - Analisi della redditività attraverso gli indici di bilancio	37
3.1 Il <i>Return On Equity</i> delle SGR italiane	37
3.2 Scomposizione fattoriale del ROE	39
3.3 Il contributo delle diverse aree gestionali	43
4 - Funzione di costo, economie di scala ed economie di scopo	47
4.1 Modellizzazione e stima della funzione di costo	47
4.2 Economie di scala	52
4.3 Economie di scopo	55
4.4 Effetti dei costi di distribuzione	57
5 - Conclusioni	63
Bibliografia	69

Progetto grafico e impaginazione: Oliviero Fiori

Stampa: Officina d'arte grafica Lucini - www.lucinisrl.com

Stampato nel mese di marzo 2013 a Milano su carta Fedrigoni Freelifa,
certificata da Ecolabel e FSC (Forest Stewardship Council)

1

INTRODUZIONE

L'Italia è un Paese di grandi risparmiatori: la ricchezza delle famiglie supera di otto volte il reddito disponibile e risulta una delle più elevate e meglio distribuite tra le economie sviluppate. Una circostanza ben documentata dalle statistiche internazionali, che è stata richiamata anche di recente nell'ambito del dibattito sulla sostenibilità del nostro debito pubblico.

A fronte di questa grande massa di risparmio, tuttavia, le stesse statistiche documentano il modesto livello di istituzionalizzazione della sua componente finanziaria. In base ai dati più recenti, infatti, risulta che gli italiani investono in fondi comuni, fondi pensione e prodotti assicurativi vita complessivamente poco meno del 25% della propria ricchezza finanziaria. In altri Paesi economicamente avanzati - come Francia, Germania, Regno Unito o USA - tale indicatore si attesta stabilmente tra il 40% e il 50% (**Tavola 1**).

	Ricchezza Netta	Attività finanziarie	Moneta e Depositi	Obbligazioni (bancarie)	Azioni	Fondi pensione e assicurazioni vita	Fondi comuni
Italia	8,0	3,7	31,7	19,8 (10,8)	18,5	18,0	7,3
Francia	8,1	3,2	29,9	1,6	16,2	34,3	7,2
Germania	6,1*	3,0	40,9	5,0	9,1	34,2	8,5
Regno Unito	8,2	4,7	29,0	1,1	9,9	52,7	3,0
USA	5,3	4,4	14,3	8,7	33,0	28,5	12,3

Fonte: Banca d'Italia, Eurostat, OECD

Secondo vari commentatori la disponibilità di una importante massa di risparmio privato da un lato e la limitata incidenza degli investitori istituzionali dall'altro rappresentano una peculiarità del nostro sistema finanziario, e sono tra i principali fattori all'origine dell'evoluzione non pienamente soddisfacente dell'industria *italiana* del risparmio gestito¹.

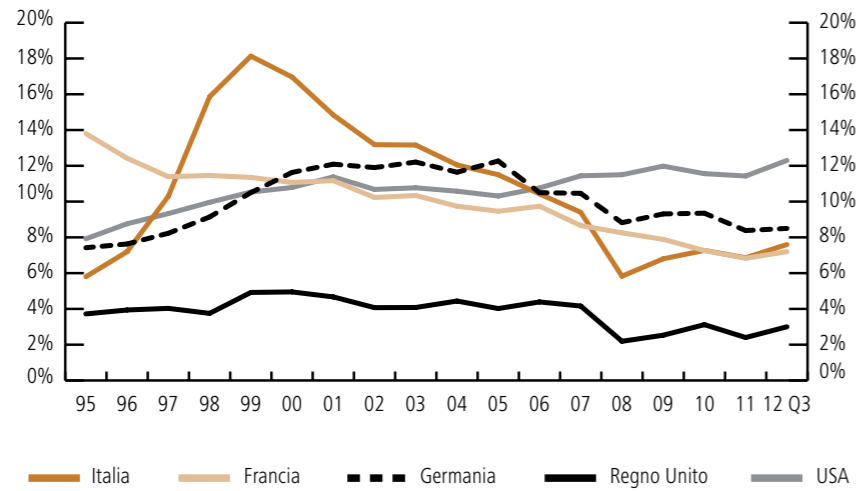
In prospettiva storica, la quota della ricchezza finanziaria delle famiglie investita in fondi comuni è cresciuta rapidamente fino a raggiungere livelli particolarmente elevati nel 1999 (massimo storico del 18%); in seguito, tuttavia, è andata calando progressivamente, fino a raggiungere nel 2012 il 7% circa. Da un confronto internazionale emerge che questa lunga parabola costituisce una peculiarità del mercato italiano, che non trova riscontro in altri Paesi (**Figura 1**).

A questo proposito, al di là di una naturale variabilità tra i livelli medi evidenziati da questa statistica per le diverse economie considerate, ciò che il confronto consente di evidenziare chiaramente è il ruolo di supplenza, per certi aspetti anomalo, svolto dai fondi comuni nel nostro mercato finanziario. In un contesto di persistente debolezza dei tradizionali investitori istituzionali

Tavola 1
Ricchezza delle famiglie in rapporto al reddito disponibile (anno 2010, *: 2008) e composizione delle attività finanziarie (in percentuale, dati aggiornati a settembre 2012). Confronto internazionale.

¹ Si vedano ad esempio (Rota, 2012), (Siniscalco, 2011), (Banca d'Italia, 2008).

Figura 1
Quota delle attività finanziarie
delle famiglie investita in fondi comuni.
Anni 1995-2012.



Fonte: Eurostat, OCSE

di lungo termine (fondi pensione e compagnie di assicurazione), questi hanno infatti rappresentato, per molto tempo, la sola possibile alternativa di mercato all'intermediazione del risparmio svolta dal sistema bancario.

Ora che per effetto della contrazione degli ultimi anni questo ruolo si è ridimensionato ed è tornato a quello che si potrebbe considerare un livello relativamente fisiologico, la questione dello sviluppo degli investitori istituzionali si è fatta urgente. Soprattutto se si considera che da questi dipendono, tra l'altro e per ciò che qui maggiormente interessa, le prospettive di sviluppo di un'industria *locale* dell'asset management.

In questo contesto il presente lavoro, che arriva alla sua seconda edizione, fornisce un contributo alla comprensione della struttura patrimoniale e delle dinamiche reddituali delle SGR italiane, attraverso una dettagliata analisi delle voci più significative dei bilanci di esercizio relativi al periodo 1999-2011 (**Sezione 2**), il calcolo di specifici indicatori di efficienza (**Sezione 3**) e la valutazione delle economie di scala e di scopo sulla base delle stime della funzione di costo (**Sezione 4**). Ciò nella convinzione che la conoscenza approfondita dei profili economici dell'*impresa* della gestione del risparmio rappresenta una condizione necessaria, ancorché non sufficiente, per promuovere nel concreto la crescita dell'industria.

Il documento completo è riservato alle società associate

Per maggiori informazioni scrivere a:

alessandro.rota@assogestioni.it