

Il mercato del risparmio gestito nel 2013

Alessandro Rota

Il 2013 è stato un anno record per il risparmio gestito. Dopo un lungo periodo di difficoltà, il settore ha messo a segno un'eccezionale raccolta di nuovo risparmio e ha beneficiato di un andamento positivo dei mercati, che hanno portato il patrimonio a crescere fino a un livello mai toccato prima. Inoltre il mercato sta cambiando profondamente, grazie anche allo sviluppo di nuove soluzioni d'investimento e alla crescita del risparmio istituzionale. In un contesto europeo sempre più armonizzato e in rapida evoluzione, il risparmio gestito italiano ha oggi l'occasione di riaffermare la propria importanza per lo sviluppo economico del Paese.

Panoramica

Alla fine del 2013 le dimensioni del mercato italiano dei prodotti di risparmio gestito superano i 1.330 miliardi di euro, pari a più di un terzo delle attività finanziarie delle famiglie e all'85% del PIL. La ripartizione per tipologia di prodotto vede la prevalenza dei servizi di gestione di portafoglio su base discrezionale (mandati conferiti da clienti istituzionali e *retail*, rispettivamente il 48% e il 7% del totale), seguiti dai prodotti di gestione collettiva (fondi comuni aperti e chiusi, rispettivamente il 42% e il 3% del totale).

Nel corso dell'anno il patrimonio gestito è cresciuto di circa 135 miliardi (+11%), grazie a una raccolta record di nuovo risparmio (+62,6 miliardi) cui si è sommato un effetto mercato altrettanto importante (+6%, pari a più di 75 miliardi, **Figura 1**).

In prospettiva storica la raccolta del 2013 ha più che compensato i deflussi registrati nel biennio 2011-12 e rappresenta il miglior risultato da quando sono disponibili statistiche complete sul mercato italiano nel suo complesso (fondi e gestioni di portafoglio, **Figura 2**).

In considerazione del ruolo centrale che le banche ricoprono nella distribuzione dei prodotti finanziari, la ripresa del mercato e in particolare del segmento dei fondi

*Nel 2013
il patrimonio
in gestione
ha superato ogni
record, anche
grazie a una
raccolta totale
di 62,6 miliardi*

Figura 1 - Patrimonio gestito, raccolta netta trimestrale (in miliardi di euro) ed effetto performance suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anni 2012-2013.
Fonte: Assogestioni

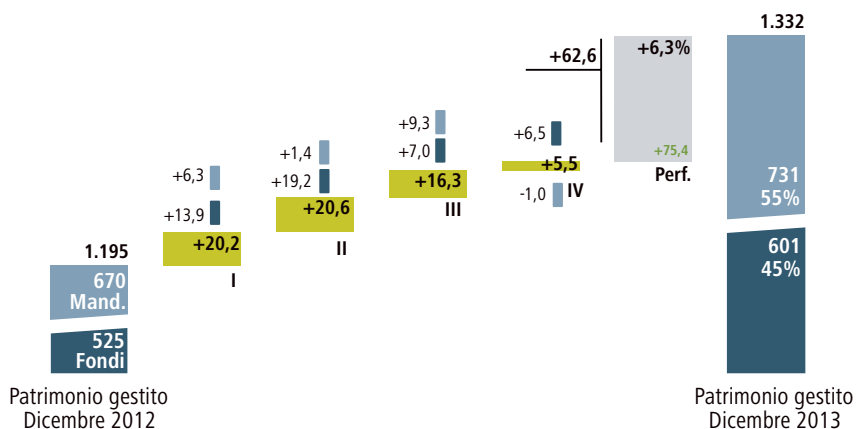


Figura 2 - Patrimonio gestito e raccolta (in miliardi di euro) suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anni 2003-2013.
Fonte: Assogestioni



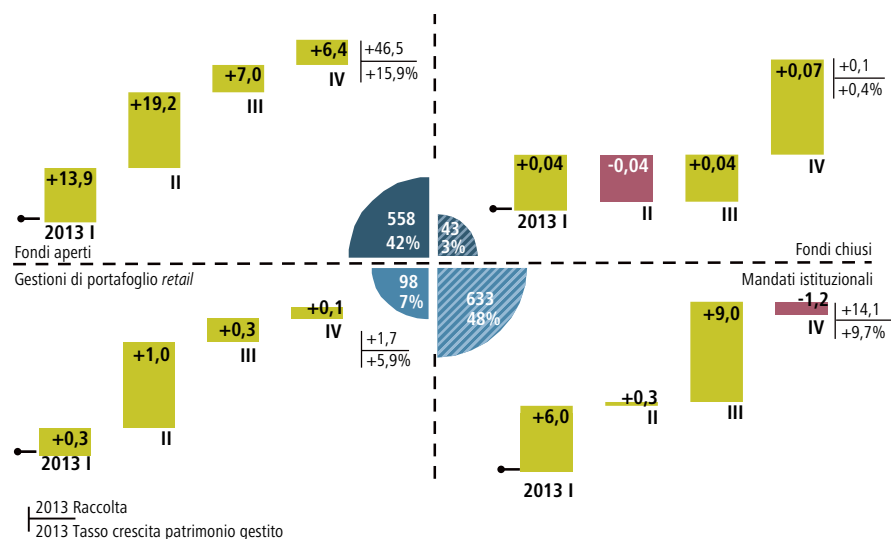
- manifestatasi già a partire dalla seconda metà del 2012 e progressivamente rafforzatasi durante lo scorso anno - può essere spiegata in buona parte come l'effetto indiretto degli interventi di carattere straordinario messi in campo dalla BCE per contrastare le difficoltà dell'eurosistema originate dalla crisi del debito sovrano.

Il grande ammontare di liquidità messa a disposizione dalla Banca centrale europea a favore degli istituti di credito, attraverso le operazioni di rifinanziamento a lungo termine operate tra la fine del 2011 e il marzo del 2012, cui ha fatto seguito a settembre l'introduzione del cosiddetto programma OMT (*Outright Monetary Transactions*) tra gli strumenti di politica monetaria a disposizione della banca centrale, hanno progressivamente contribuito ad allentare la pressione sulla raccolta diretta presso la clientela *retail* (depositi e obbligazioni), consentendo a quella indiretta di riguadagnare terreno.

La dinamica positiva dei flussi dei fondi aperti lo dimostra chiaramente: dai -27,5 miliardi della seconda metà del 2011 - quando i canali di finanziamento all'ingrosso erano quasi del tutto prosciugati - ai +4,2 miliardi del secondo semestre 2012 e i +46,5 miliardi dell'intero 2013 (concentrati in particolare nel primo semestre, Figura 3).

Figura 3 - Raccolta netta trimestrale (in miliardi di euro) suddivisa per prodotto. Patrimonio gestito e peso percentuale di ogni prodotto sul totale del patrimonio gestito dell'industria italiana. Anno 2013.

Fonte: Assogestioni



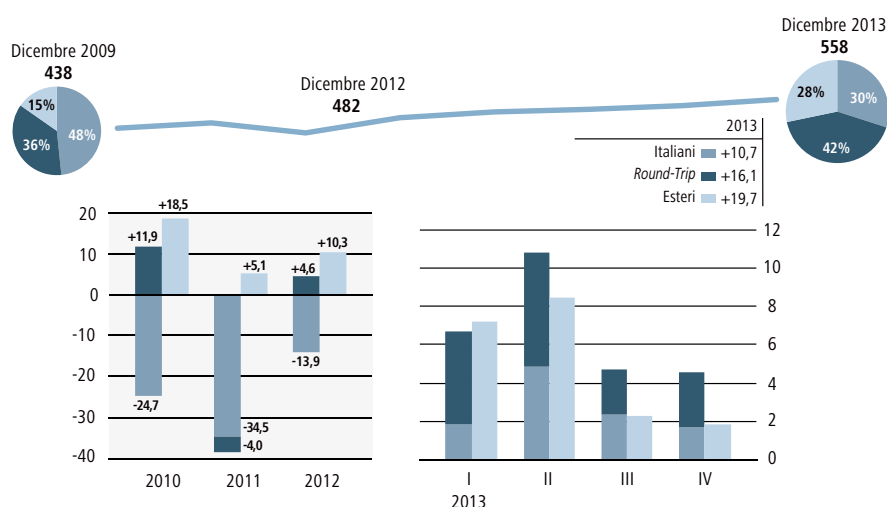
Un importante contributo alla raccolta è venuto inoltre dai mandati istituzionali (+14 miliardi, pari a +10% sul gestito di fine 2012) e dalle gestioni di portafoglio rivolte alla clientela *retail* (+2 miliardi).

I fondi aperti

A fine 2013 il patrimonio complessivo dei fondi aperti risulta pari a 558 miliardi di euro. Il 70% di queste masse sono appannaggio di fondi istituiti all'estero¹ da parte di società di gestione italiane o facenti parte di gruppi italiani (c.d. fondi *round-trip*, il 42% del totale), oppure da gruppi di gestione esteri (fondi esteri puri, 28%). Il rimanente 30% è rappresentato da fondi istituiti in Italia (Figura 4).

Figura 4 - Fondi aperti. Patrimonio gestito e raccolta per diritto del prodotto (miliardi di euro). Anni 2010-2013.

Fonte: Assogestioni



Fin dai primi mesi del 2013 la raccolta netta dei prodotti istituiti nel nostro Paese ha mostrato una netta inversione di segno rispetto agli anni precedenti e ha chiuso l'anno poco sotto gli 11 miliardi. La maggior parte dei fondi italiani è gestita da SGR di matrice bancaria e viene distribuita tramite gli sportelli di gruppo: gli effetti dell'attenuazione della competizione con le esigenze di *funding* delle banche sono evidenti.

¹ Prevalentemente in Lussemburgo (77%), ma anche in Irlanda (11%) e Francia (4%).

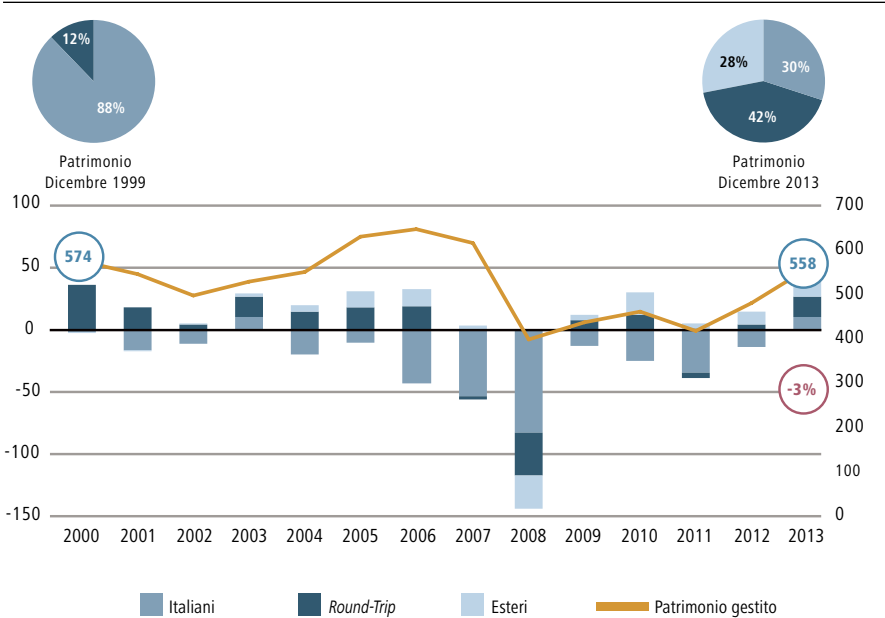
Flussi positivi di risparmio sono confluiti anche in altre tipologie di fondi: i prodotti *round-trip* (anch'essi in buona parte promossi da gestori facenti parte di gruppi bancari) sono passati da una raccolta 2012 sotto i 5 miliardi a un risultato che per il 2013 supera di poco i 16 miliardi. I fondi esteri, unica categoria costantemente in attivo dal 2009, hanno visto raddoppiare il risultato a quota 20 miliardi.

In prospettiva storica il 2013 rappresenta un anno di discontinuità in un periodo durato più di un decennio, durante il quale la raccolta di risparmio sul mercato dei fondi è stata quasi sempre caratterizzata da un segno differenziato in base alla giurisdizione del prodotto: negativo per i fondi italiani, positivo per quelli *round-trip* e per gli esteri puri. Fenomeno che ha portato il peso dei prodotti istituiti localmente a passare dall'88% della fine del 1999 all'attuale 30% (Figura 5).

Questa lunga fase recessiva ha avuto origini complesse e molteplici. Semplificando, queste possono essere classificate a seconda che abbiano avuto una rilevanza interna all'industria italiana, come ad esempio la delocalizzazione verso il Lussemburgo o lo spiazzamento da parte della raccolta diretta bancaria, oppure esterna, come la competizione dei fondi esteri.

Figura 5 - Fondi aperti. Patrimonio gestito e raccolta per diritto del prodotto (in miliardi di euro). Anni 2000-2013.

Fonte: Assogestioni



LE ORIGINI DELLO SVILUPPO DEI FONDI ROUND-TRIP

A partire dalla fine degli anni '90 i grandi gruppi bancari italiani, pur avendo il controllo della maggioranza delle società di gestione del Paese, hanno dato un forte impulso allo sviluppo del *business* dei fondi lussemburghesi e irlandesi. Su di essi le banche hanno indirizzato buona parte dei flussi della clientela italiana² (agevolate in questo dalle norme sul passaporto europeo), dando così inizio a una progressiva erosione dei prodotti da loro stesse istituiti nel nostro Paese.

Lussemburgo e Irlanda offrivano una regolamentazione e un mercato dei servizi più business-friendly

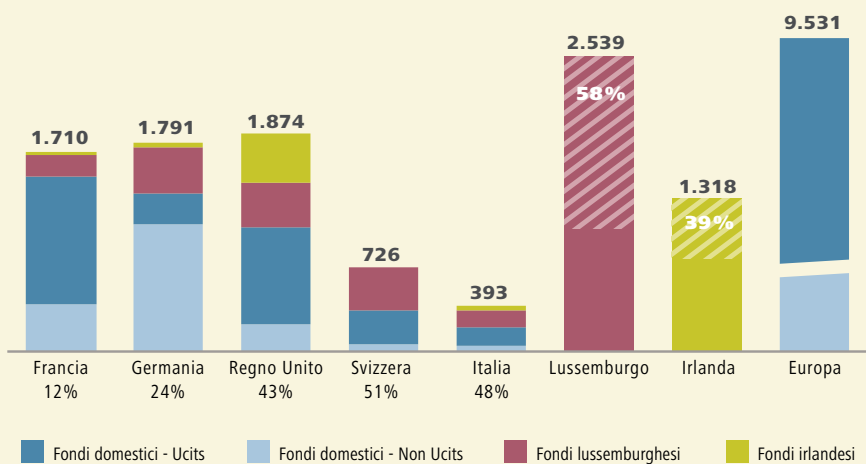
Le motivazioni all'origine del processo di *delocalizzazione* verso i due principali *hub* europei sono state innanzitutto l'intenzione di beneficiare di un clima regolamentare e di un mercato dei servizi che, soprattutto all'epoca, risultavano molto più *business-friendly* di quelli italiani. In particolare, erano apprezzate la snellezza delle procedure di autorizzazione dei nuovi prodotti, la rapidità nel recepimento del diritto comunitario con conseguenti opportunità d'innovazione, la supervisione sensibile alle esigenze dell'industria, l'ampia disponibilità di servizi amministrativi e di supporto alla gestione. A tali motivazioni andavano inoltre aggiunte quelle di natura fiscale, consistenti in un regime di favore per i risparmiatori (tassazione sul realizzato) e per le società di gestione (minori imposte sugli utili).

Sul finire del 2013 il Lussemburgo risultava la principale piazza di domiciliazione dei fondi in Europa con 2.540 miliardi di *asset*, il 58% dei quali gestiti da gruppi di gestione italiani, francesi, tedeschi, inglesi ed elvetici. Lo spostamento di parte del *business* nel Granducato, e in misura minore in Irlanda, non è stato quindi un fenomeno esclusivamente italiano, ma nel nostro Paese si è verificato in maniera particolarmente accentuata (Figura 6).

² In tale circostanza risiede il significato originario dell'espressione fondi *round-trip*.

Figura 6 - Patrimonio promosso (in miliardi di euro) suddiviso fra fondi Ucits e non Ucits e quota stimata dei fondi *round-trip* dei principali paesi europei. Settembre 2013

Fonte: Efama, Assogestioni, ALFI, IFIA



Riguardo alle origini *interne* della crisi dei fondi italiani, inoltre, va ricordato che nel corso degli anni 2000 nell'ambito della distribuzione bancaria si è andata sviluppando una forte competizione tra fondi e prodotti di raccolta diretta, dalla quale i primi sono spesso usciti penalizzati.

Questo *spiazzamento* era alimentato in origine da motivazioni di tipo reddituale. Anche a causa dell'assenza di un *level playing field* regolamentare, soprattutto in tema di trasparenza informativa e di commercializzazione, il fatto che gli incentivi al collocamento dei fondi fossero più bassi rispetto a quelli riconosciuti per la vendita di obbligazioni strutturate o polizze ha avuto l'effetto indiretto di spostare l'allocazione del risparmio delle famiglie dai primi alle seconde.

Successivamente, con l'avvento della crisi del 2008, questo fenomeno si è ulteriormente accentuato soprattutto tra le banche maggiormente esposte ai mercati, per le quali ha assunto una caratteristica di particolare urgenza data la necessità di incrementare il *funding* (depositi e obbligazioni) attraverso i canali *retail*.

Negli anni più recenti l'evoluzione del mercato dei servizi amministrativi, il miglioramento delle pratiche di vigilanza e il passaggio alla tassazione sul realizzato anche nel nostro Paese (nel luglio del 2011) hanno in parte eroso gli incentivi alla delocalizzazione.

Sembra invece destinato a durare il potenziale effetto di spiazzamento a danno dei fondi italiani presso lo sportello bancario. Ciò a causa della permanenza di un elevato grado di integrazione verticale delle SGR bancarie³, oltre che della più generale difficoltà a intercettare il risparmio dei clienti bancari *retail*, stante la prospettiva di vincoli futuri più stringenti alla struttura del passivo delle banche previsti dai *liquidity standards* di Basilea III.

In questo quadro di particolare criticità si inserisce un terzo elemento, questa volta di rilievo *esterno*, che può aiutare a spiegare ulteriormente l'erosione della quota di mercato dei fondi italiani. Esso è rappresentato dalla *competizione* dei prodotti promossi da case estere, il cui livello di penetrazione è salito al 28% in dieci anni.

Forza e focalizzazione del *marketing*, competitività dell'offerta e richiamo all'indipendenza della gestione sono alcuni tra i principali motivi di questo rapido successo. In particolare gli operatori esteri hanno puntato alla clientela più sofisticata e con maggiori disponibilità economiche, indirizzando le proprie politiche commerciali verso le reti di promotori (dove l'incidenza dei fondi esteri puri si attesta intorno al 40% del collocato in fondi) e le divisioni di *private banking* delle banche italiane.

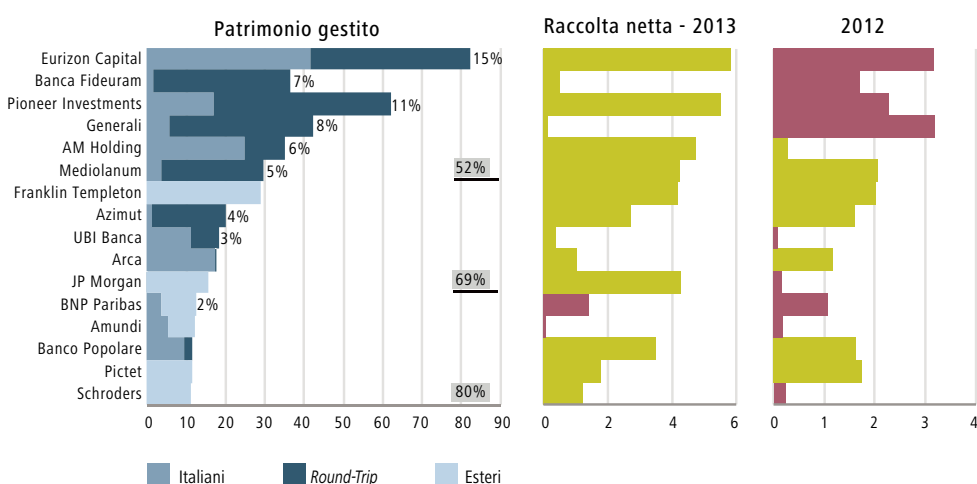
Di norma l'investimento in questa tipologia di prodotti avviene in forma indiretta, nell'ambito del servizio di gestione individuale di portafoglio, oppure tramite la sottoscrizione di fondi di fondi *multimanager*; sono inoltre diffuse anche forme d'investimento diretto, soprattutto nell'ambito del servizio di consulenza.

³ La cui dipendenza dalla distribuzione intra-gruppo è stimata intorno all'85% (quota delle retrocessioni riconosciute alle banche del gruppo sul totale).

I principali operatori per patrimonio gestito appartengono ai gruppi Intesa Sanpaolo (Eurizon Capital e Banca Fideuram gestiscono rispettivamente 82 e 36 miliardi), UniCredit (Pioneer Investments, 62 miliardi), Generali (42), AM Holding (35), Mediolanum (30) e Franklin Templeton che, con 29 miliardi, si classifica primo operatore estero per livello di penetrazione nel nostro mercato. L'incidenza dei fondi *round-trip* è variabile e risulta particolarmente elevata nel caso di Banca Fideuram, Pioneer Investments, Generali⁴, Mediolanum e Azimut. Nel complesso i primi cinque gruppi rappresentano il 52% del totale del segmento dei fondi aperti. (Figura 7).

Figura 7 - Patrimonio gestito (in miliardi di euro) a fine 2013 e raccolta netta annuale (in miliardi di euro) degli anni 2013-2012 dei fondi aperti suddivisi per diritto del prodotto dei primi 15 gruppi e relativa quota di mercato.

Fonte: Assogestioni



Tra il 2012 e il 2013 i dati di flusso migliorano per quasi tutti i gruppi di gestione, in particolare per i principali gestori di matrice bancaria. Per questi ultimi il recupero del dato di raccolta, registrato fin dalla seconda parte del 2012, ha una spiegazione di carattere *negativo* – il venir meno da parte delle capogruppo della necessità di finanziarsi presso la clientela *retail*, cui si è già fatto cenno – ma in molti casi anche una motivazione di carattere positivo, ossia il forte interesse mostrato dal mercato per i *fondi a scadenza*.

⁴ Il 65% circa dei fondi di diritto estero computati nel dato del gruppo Generali è sottoscritto da investitori residenti in Francia e Germania; questi sono stati inclusi in quanto promossi e gestiti dalla SGR italiana.

Si tratta di prodotti già da qualche tempo disponibili sul nostro mercato ma che, anche grazie alle innovazioni regolamentari introdotte dalla Banca d'Italia nella primavera del 2012 in materia di struttura commissionale, hanno goduto di un rinnovato interesse sotto il profilo commerciale.

*Il successo dei
fondi a scadenza
è un esempio
del cosiddetto
effetto blockbuster*

Questi fondi sono contraddistinti da una strategia d'investimento di durata predefinita, di norma compresa in un intervallo tra i 3 e i 5 anni, e da un periodo di sottoscrizione limitato, non superiore ai tre mesi. Nella maggior parte dei casi è previsto lo stacco di cedole periodiche (caratteristica particolarmente apprezzata dai risparmiatori, soprattutto negli anni più recenti), oltre che l'applicazione delle cosiddette *commissioni di collocamento* in luogo delle usuali commissioni d'ingresso. Si tratta di commissioni riconosciute dal fondo ai collocatori immediatamente dopo la chiusura del periodo di sottoscrizione (da qui l'*appeal* per i distributori, in particolare per le banche impegnate nello sforzo di rafforzamento patrimoniale), ma ammortizzate linearmente nel valore della quota durante tutta la durata del fondo⁵.

La struttura relativamente semplice della proposta (un orizzonte d'investimento predefinito e un eventuale flusso cedolare), unita ai vantaggi del fondo comune (diversificazione, gestione professionale e controllo del rischio) e a una modalità di remunerazione della rete distributiva incentivante e allineata a quella di altri prodotti finanziari (ad es. alle obbligazioni bancarie), ha assicurato ai fondi a scadenza un forte vantaggio commerciale nel corso degli ultimi due anni circa. In particolare è possibile attribuire a questi prodotti il 45% circa dei flussi dell'intero 2013 (Figura 8).

Il successo dei fondi a scadenza è un chiaro esempio del cosiddetto effetto *blockbuster*: analizzando i dati di raccolta a livello di fondo, infatti, si nota che *in qualsiasi periodo di osservazione* esiste una quota relativamente ristretta di fondi (25%) che beneficia della quasi totalità dei flussi, e che la metà di questi si concentra sull'1% dell'offerta (Figura 9).

Analizzando i dati di patrimonio gestito per *asset class* si nota che i fondi obbligazionari, nel loro complesso, costituiscono la macro-categoria più rappresentativa del mercato (47%) seguita dai fondi azionari (22%) e da quelli flessibili (Figura 10).

⁵ In caso di riscatto prima della naturale scadenza del fondo il rateo di commissione di collocamento non ancora incorporato nella quota viene fatto pagare attraverso l'applicazione di una commissione di uscita decrescente in funzione del tempo e che si azzerà alla scadenza.

Figura 8 - Fondi aperti. Raccolta totale annuale e raccolta stimata dei fondi a scadenza (in miliardi di euro) dei primi 15 gruppi in ordine di raccolta. Anno 2013.

Fonte: Assogestioni

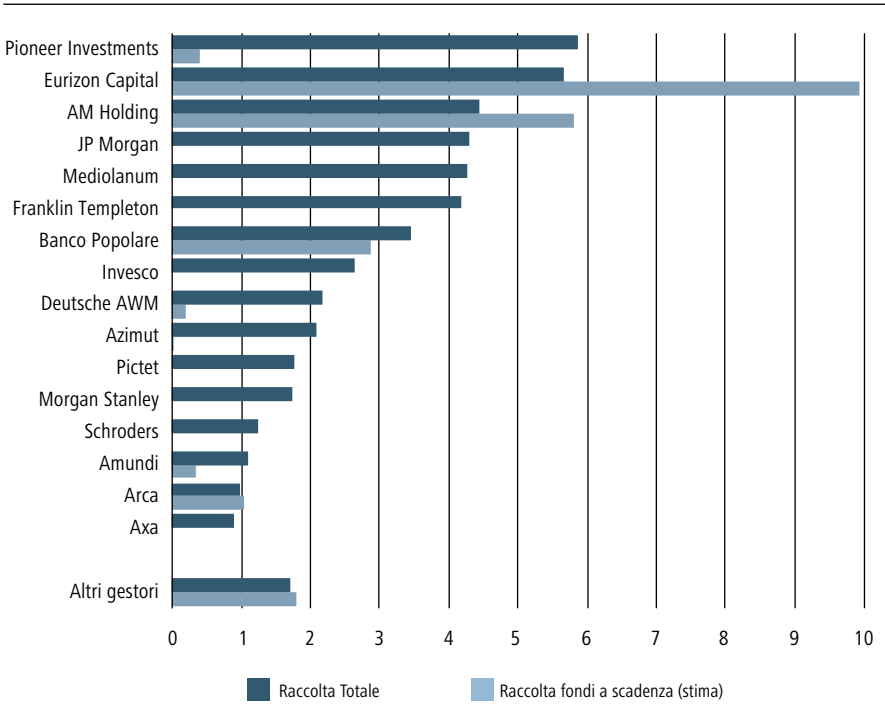


Figura 9 - Fondi aperti. Distribuzione della raccolta lorda trimestrale (in miliardi di euro) per quartili con indicazione del 99-esimo percentile. Anni 2012-2013.

Fonte: Assogestioni

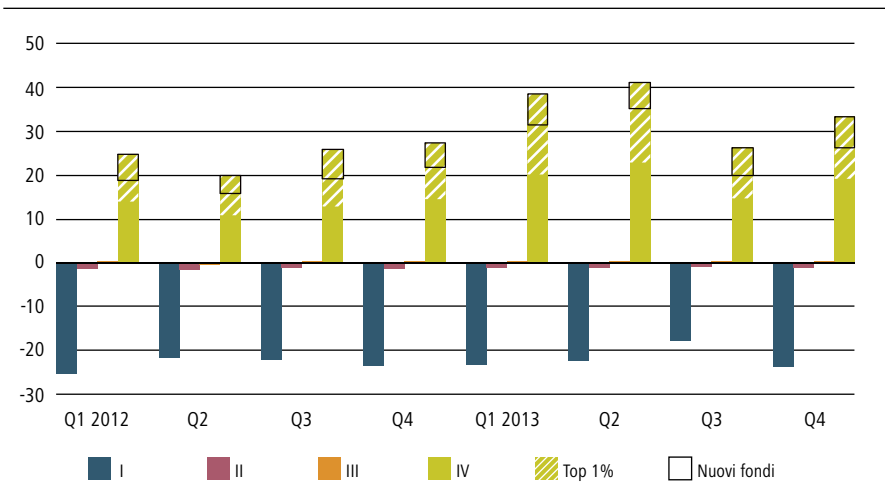
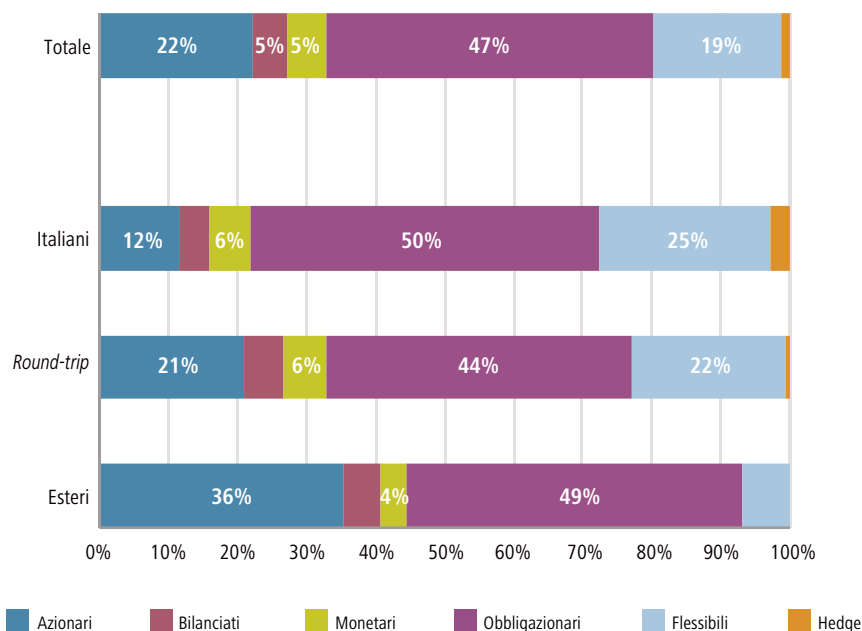


Figura 10 - Fondi aperti. Ripartizione per *asset class* e domicilio del prodotto. Dicembre 2013.

Fonte: Assogestioni

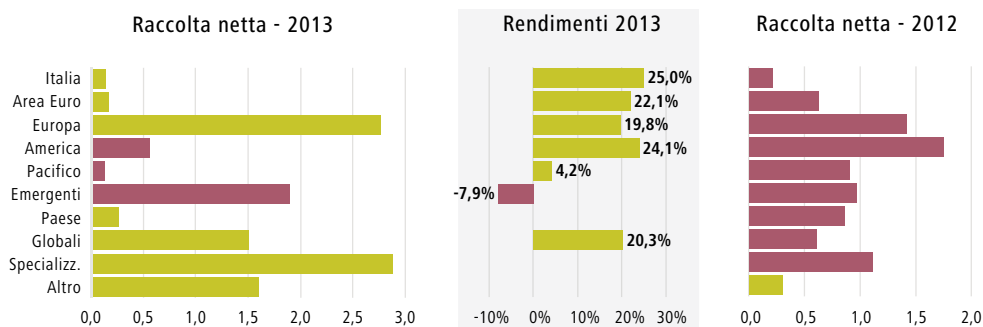


Il peso dei prodotti obbligazionari è il medesimo per i fondi italiani, per quelli *round-trip* e per gli esteri puri. Tuttavia tra i primi hanno un peso importante le categorie euro governative (16%), mentre tra i prodotti dei gruppi esteri tendono a prevalere politiche d'investimento orientate ai mercati emergenti o caratterizzate da un elevato grado di specializzazione (20%). Una distinzione ancora più marcata si rileva nel peso delle altre *asset class*: quello dei prodotti *equity* è rilevante tra i fondi esteri (36%), mentre è tre volte più piccolo tra quelli domestici dove, per converso, un peso maggiore risulta attribuito ai fondi flessibili e a quelli di mercato monetario (rispettivamente 25% e 6%).

Tra i fondi azionari la raccolta 2013 ha visto tornare valori positivi in quasi tutte le categorie (i Paesi emergenti rappresentano l'eccezione più vistosa): tra i maggiori beneficiari i prodotti che investono sul mercato europeo, quelli con vocazione internazionale e i fondi a maggiore specializzazione (Figura 11).

Figura 11 - Fondi aperti. Raccolta netta promossa (in miliardi di euro) delle categorie dei fondi azionari degli anni 2012-2013 e rendimento dei corrispondenti indici Fideuram per l'anno 2013 (in percentuale).

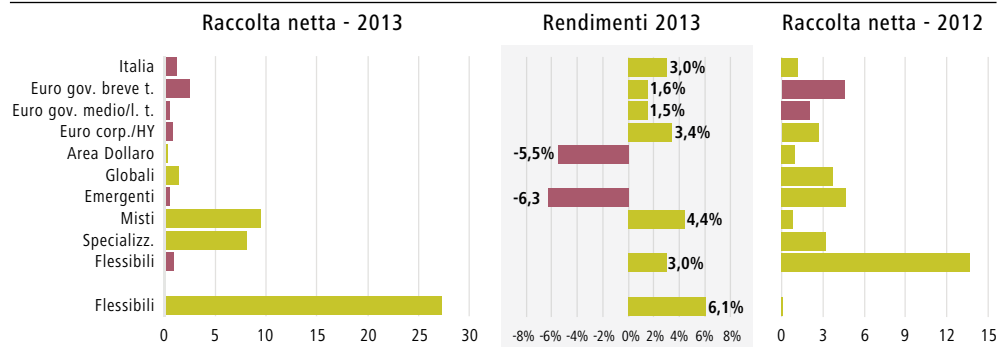
Fonte: Assogestioni, Banca Fideuram



La specializzazione è stata premiante anche tra i fondi obbligazionari (8 miliardi di nuovi flussi), mentre i fondi a scadenza, che nel corso del 2012 avevano spinto il risultato della categoria *obbligazionari flessibili*, nel 2013 hanno alimentato la raccolta degli *obbligazionari misti* e soprattutto quella dei *flessibili* (Figura 12).

Figura 12 - Fondi aperti. Raccolta netta promossa (in miliardi di euro) delle categorie dei fondi obbligazionari e flessibili degli anni 2012-2013 e rendimento dei corrispondenti indici Fideuram per l'anno 2013 (in percentuale).

Fonte: Assogestioni, Banca Fideuram



Questo spostamento di flussi per categorie è un evidente riflesso della circostanza che in un contesto di tassi particolarmente bassi le società di gestione hanno deciso di diversificare l'offerta puntando su prodotti che - pur mantenendo un orizzonte di investimento e, in molti casi, un flusso cedolare predefiniti - hanno

la possibilità di assumere una maggiore esposizione al rischio azionario (massimo 20% per gli obbligazionari misti, nessun limite di *categoria* tra i fondi flessibili).

Le gestioni di portafoglio

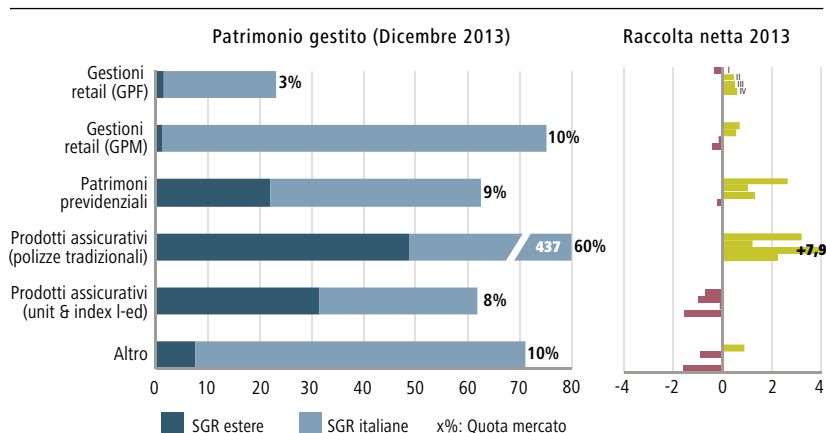
Nell'ambito dell'industria del risparmio gestito è in atto da alcuni anni un processo caratterizzato da una lenta crescita dell'incidenza del servizio di gestione di portafoglio sul patrimonio complessivo, che dal 40% di fine 2003 nel giro di un decennio si è progressivamente portata al 55%, per un controvalore di 730 miliardi di euro.

Questo processo ha subito un'accelerazione sul finire del 2012 a seguito della ristrutturazione delle attività di *asset management* del gruppo Generali, che ha accentrato presso la SGR italiana le attività di gestione su delega degli attivi relativi a prodotti assicurativi, fondi comuni e fondi pensione in precedenza svolte da società basate in Francia e Germania (Figura 2).

Nel mercato dei servizi di gestione di portafoglio quelli dedicati alle compagnie di assicurazione rappresentano la fetta più rilevante (70% circa). Nel complesso queste affidano alle SGR la gestione di attivi relativi a polizze tradizionali e *linked* (ramo III) per un ammontare di 500 miliardi; di questi, 320 sono pertinenti al mercato assicurativo vita italiano e rappresentano il 70% circa del totale delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione (Figura 13).

Figura 13 - Gestioni di portafoglio: patrimonio gestito a fine 2013 e raccolta netta trimestrale (in miliardi di euro) per l'anno 2013.

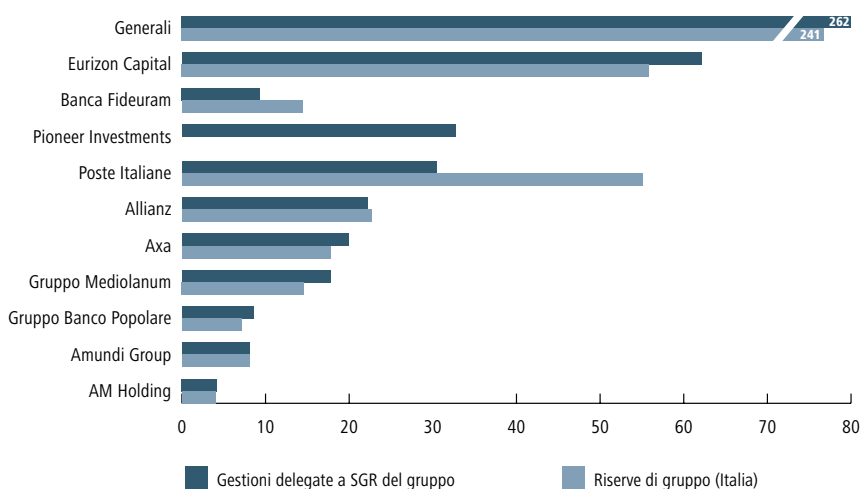
Fonte: Assogestioni



I flussi risultano strettamente correlati con le dinamiche del mercato dei prodotti assicurativi: nel 2013 i mandati relativi alla gestione di riserve collegate ai prodotti vita tradizionali hanno beneficiato di quasi 15 miliardi di nuovi flussi. I servizi di gestione per le compagnie assicurative costituiscono un segmento di mercato prevalentemente *captive*. Nella maggior parte dei casi le deleghe operano tra società appartenenti al medesimo gruppo bancario o assicurativo (Figura 14).

Figura 14 - Gestioni di prodotti assicurativi (SGR) e riserve tecniche vita (compagnie di assicurazione). Dati per gruppo, in miliardi di euro. Dicembre 2012.

Fonte: Assogestioni, Ania



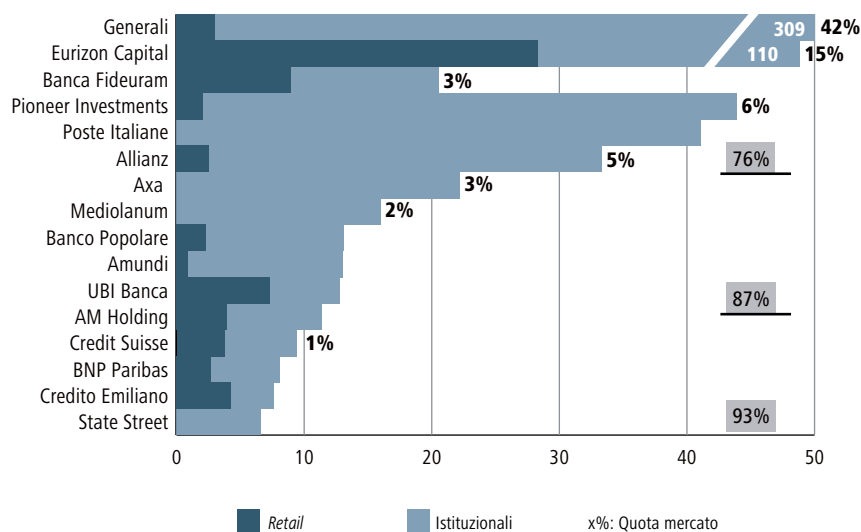
I mandati conferiti dalle forme di previdenza (fondi pensione, PIP e casse private) ammontano a 63 miliardi, pari al 9% del totale delle gestioni di portafoglio e al 40% circa del mercato potenziale. Le dimensioni relativamente modeste di questo segmento, che comunque nel 2013 ha raccolto nuove risorse per quasi 5 miliardi, sono da attribuire al noto insufficiente sviluppo del risparmio previdenziale nel nostro Paese.

Il 13% delle gestioni di portafoglio, pari a 98 miliardi, è rappresentato da prodotti dedicati alla clientela *retail* (GPM e GPF). Si tratta in genere di investitori privati dotati di elevate disponibilità finanziarie e ai quali, proprio per questo, le società di gestione sono in grado di offrire soluzioni di gestione ad alto livello di personalizzazione. Nel complesso questa categoria di prodotti ha beneficiato nel corso dell'anno di una raccolta di poco inferiore ai 2 miliardi.

I principali operatori del mercato delle gestioni patrimoniali appartengono ai gruppi Generali (42% delle masse complessive⁶), Intesa Sanpaolo (Eurizon Capital e Banca Fideuram insieme pesano il 18%), UniCredit (Pioneer Investments), Poste Italiane e Allianz. Il segmento delle gestioni si rivela più concentrato di quello dei fondi aperti: i primi cinque gruppi rappresentano più del 75% del patrimonio. Il rapporto tra gestioni istituzionali e *retail* è variabile e riflette la composizione della clientela di riferimento: quasi esclusivamente istituzionale per Generali, con un ruolo anche importante della componente *retail* nel caso di molti gruppi bancari (Figura 15).

Figura 15 - Patrimonio gestito (in miliardi di euro) a fine 2013 delle gestioni di portafoglio suddivise tra mandati *retail* e istituzionali dei primi 15 gruppi e relativa quota di mercato.

Fonte: Assogestioni



In chiusura, è interessante osservare che il crescente peso dell'attività di gestione di portafoglio, in particolare di quella svolta per conto della clientela istituzionale, assume un chiaro significato prospettico. Soprattutto se considerato alla luce delle statistiche internazionali, dalle quali emerge un legame robusto tra le dimensioni degli investitori istituzionali e il grado di sviluppo dell'industria *locale* del risparmio gestito (Tavola 1).

⁶ Il dato include le deleghe che la SGR italiana riceve da società di gruppo relative a polizze e fondi collocati sui mercati francese e tedesco.

Tavola 1 - Anno 2011. Industria del risparmio gestito (fondi e gestioni di portafoglio). Patrimonio gestito da società residenti (in miliardi di euro), in percentuale del PIL e peso percentuale degli investitori istituzionali. Quota delle attività finanziarie delle famiglie investita in fondi pensione e assicurazioni vita.

Fonte: Efama, Eurostat

	Mld €	% PIL	% investitori istituzionali	% att. finanz. famiglie in fondi pensione e ass. vita
Italia	611	39	58	18
Germania	1.438	56	62	34
Francia	2.756	139	79	35
Regno Unito	4.977	270	81	52

E' evidente, infatti, che le probabilità di successo di un percorso di ulteriore sviluppo del comparto italiano, in un'ottica di maggiore stabilità dei flussi di risparmio, di allungamento dell'orizzonte d'investimento ma anche di più accentuata competitività, dipendono in maniera cruciale dalla crescita degli investitori istituzionali. Ed è altrettanto evidente che, sotto questo profilo, l'Italia oggi occupa una posizione di retrovia.

I fondi chiusi immobiliari

A fine 2013 il totale delle attività dei fondi immobiliari censiti da Assogestioni è di 42 miliardi di euro, pari al 3% del totale del mercato del risparmio gestito. Questi prodotti sono caratterizzati dal frequente ricorso alla leva: il patrimonio netto ammonta a 25 miliardi e l'indebitamento medio è pari al 40% dell'attivo⁷.

Il comparto risulta dominato dai fondi riservati agli investitori istituzionali: si tratta di oltre 180 prodotti che rappresentano più dell'80% delle attività complessive e che nella maggior parte dei casi sono stati costituiti mediante apporto. Una parte di questi (10%) è rappresentata da fondi immobiliari speculativi che possono derogare, tra gli altri, ai limiti generali di indebitamento previsti per la categoria. Il rimanente 20% del mercato è rappresentato da fondi *retail* quotati in borsa e costituiti secondo modalità ordinarie.

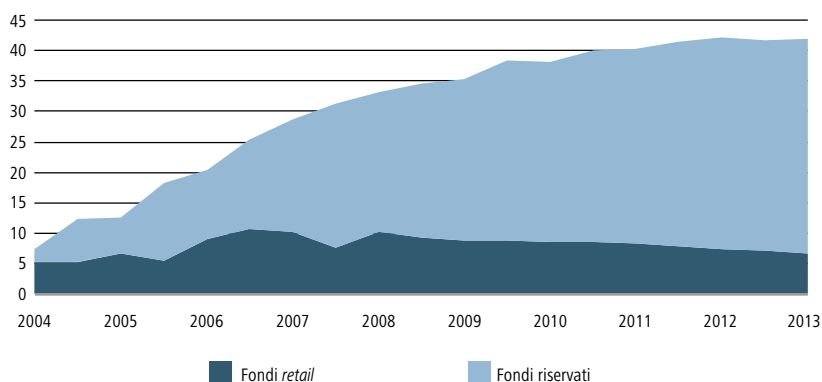
⁷ Sulla base dei limiti previsti dal regolamento della Banca d'Italia, il massimo teoricamente raggiungibile è il 60%. A fini comparativi con gli altri prodotti di risparmio gestito, la presenza della leva suggerisce l'utilizzo del totale dell'attività in luogo del patrimonio netto.

I fondi riservati agli investitori istituzionali rappresentano oltre l'80% delle attività totali

Come documentato dalla **Figura 16**, il peso dei prodotti istituzionali è cresciuto in maniera costante nel corso degli anni. Per converso i prodotti *retail*, dopo aver attraversato una prima fase di affermazione presso il pubblico dei risparmiatori durata all'incirca fino al 2006, hanno successivamente perso la propria capacità attrattiva.

Figura 16 - Fondi immobiliari. Totale delle attività (in miliardi di euro) con suddivisione tra fondi *retail* e riservati. Anni 2004-2013.

Fonte: Assogestioni



Le attività dei fondi immobiliari sono rappresentate per la maggior parte da immobili detenuti *direttamente* e da diritti reali immobiliari (90% il dato medio). Il peso dell'*investimento indiretto* attraverso partecipazioni di controllo in società immobiliari è mediamente pari al 2%. Il ricorso alle partecipazioni è invece meno frequente tra i fondi riservati, a causa della loro modalità di costituzione prevalente (l'apporto di immobili).

La ripartizione degli investimenti immobiliari per destinazione d'uso vede la prevalenza dei cespiti adibiti a uffici (54%) e di quelli commerciali (15%). La ripartizione per area geografica è caratterizzata dalla prevalenza di immobili localizzati nell'area del Nord Ovest (45%) e nel Centro Italia (33%). In generale l'investimento all'estero risulta piuttosto marginale (**Figura 17**).

Sulla base del censimento dell'associazione, i principali operatori del mercato dei fondi immobiliari italiani sono IDeA FIMIT (23% degli attivi), Generali Immobiliare Italia (13%), BNP Paribas Real Estate Investment Management Italy, Investire Immobiliare e Prelios. Queste prime cinque società gestiscono circa 27 miliardi di attivi e rappresentano quasi due terzi del mercato (**Figura 18**).

Figura 17 - Fondi immobiliari. Totale delle attività (in miliardi di euro) ripartite per destinazione d'uso e area geografica. Giugno 2013.

Fonte: Assogestioni

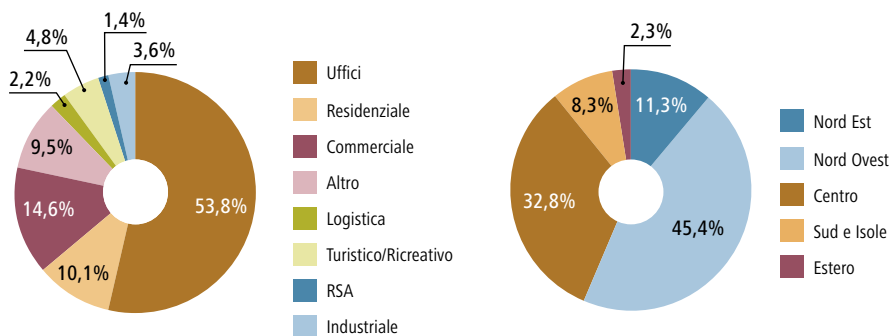
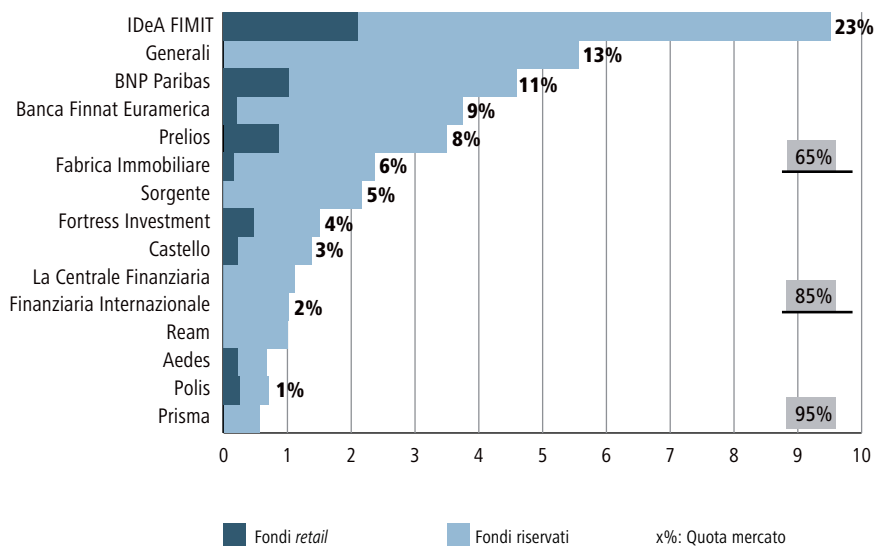


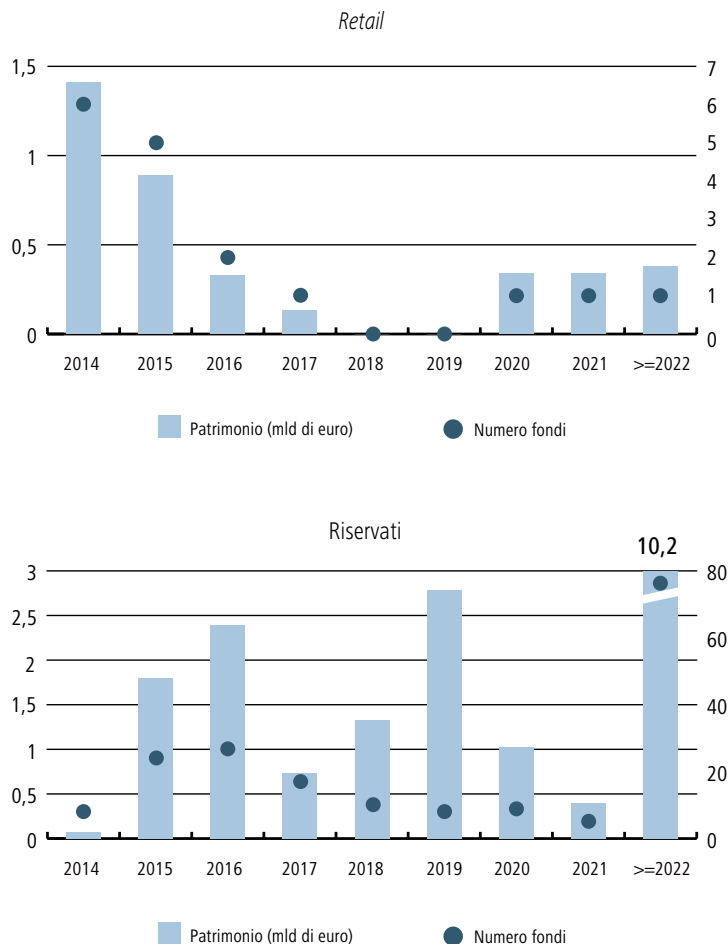
Figura 18 - Fondi immobiliari. Totale delle attività (in miliardi di euro) dei primi 15 gruppi con suddivisione tra fondi *retail* e riservati. Giugno 2013.

Fonte: Assogestioni



Nei prossimi anni (2014-2016) andranno a scadenza 72 fondi (di cui 13 *retail* quotati) per un totale di attivi pari a circa 7 miliardi (Figura 19).

Figura 19 - Patrimonio dei fondi immobiliari *retail* e riservati in scadenza (in miliardi di euro, a sinistra) e numero dei fondi immobiliari in scadenza (a destra).
Fonte: Assogestioni



Alla luce della perdurante fase negativa del mercato immobiliare, caratterizzato da un generale calo delle compravendite che ha colpito anche i segmenti di maggior interesse per il settore (terziario e commerciale in particolare), il modo in cui i processi di liquidazione saranno gestiti costituirà un'importante prova di maturità del settore della gestione immobiliare. Settore che, come è stato mostrato, si candida a ricoprire un ruolo di sempre maggior rilievo nei servizi per la clientela istituzionale, in analogia con quanto si sta verificando nel segmento delle gestioni mobiliari.

Conclusioni

Ritorno di interesse per i fondi, innovazione di prodotto, competitività nell'accesso ai canali distributivi, crescita del risparmio istituzionale. Sono questi alcuni dei principali fenomeni che hanno caratterizzato il mercato italiano del risparmio gestito nel corso dell'ultimo anno e mezzo, e che ne stanno modificando sempre più radicalmente la struttura e le dinamiche interne.

Nonostante sia difficile fare previsioni su quali saranno gli esiti di questa evoluzione, è possibile affermare che molto dipenderà dall'atteggiamento dell'industria italiana e dalla sua capacità di continuare a cogliere le opportunità di mercato a mano a mano che queste emergono.

A fronte di una ridefinizione dei bisogni e dei confini stessi della clientela, di una crisi economica che ha assottigliato i flussi di risparmio ma non l'interesse per i prodotti di risparmio gestito, di un assetto regolamentare dei mercati e dei servizi finanziari che è ormai quasi interamente determinato a livello europeo, oggi gli operatori sono chiamati a un ulteriore sforzo di innovazione e di ridefinizione del proprio ruolo, che deve necessariamente passare dal riaffermare il valore della gestione professionale del risparmio come strumento per ridare spunto e vigore alla crescita del Paese.