

UFFICIO STUDI MEDIOBANCA
INDAGINE SUI FONDI E SICAV ITALIANI
(1984-2008)

luglio e novembre 2009

L'indagine (giunta alla 18^a edizione) comprende un'opera su carta e vari 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 netto (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* 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, 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*;
- informazioni sull'*asset allocation*;
- dati di dettaglio sugli *oneri di negoziazione* evidenziati nei rendiconti;
- FAQ e recensioni di articoli e ricerche;
- dati di dettaglio sui singoli fondi (Tab. VI).

L'EDIZIONE 2009
1079 fondi di diritto italiano

Questa nuova edizione considera 1079 fondi facenti capo agli operatori più importanti per patrimonio gestito (27 per i fondi aperti). Il tasso di rappresentatività dell'industria in termini di patrimonio è del 94% nel comparto dei fondi aperti, del 98% in quello dei fondi riservati e di oltre il 90% nelle altre categorie. Rispetto all'edizione precedente sono stati rilevati 86 fondi in più, tenuto conto di 212 fondi incorporati e liquidati.

Sintesi

- **Volume record di riscatti netti:** i riscatti hanno superato le nuove sottoscrizioni di 65,4 miliardi di euro; essi prevalgono sulle sottoscrizioni dal 2000 con l'unica eccezione del 2003; nel complesso il patrimonio a fine 2008 risulta quasi dimezzato rispetto alla consistenza che aveva nel 1999. Nello stesso periodo il ridimensionamento dei fondi azionari è stato pari all'85%. L'industria italiana scivola in decima posizione nel contesto internazionale e l'incidenza dei patrimoni gestiti sul PIL è ora al 13,6% contro il 41,9% nel 1999.
- **Rilevante perdita di gestione:** i conti hanno chiuso in negativo per 24,1 miliardi di euro; si tratta del secondo peggior valore dopo il record del 2002; il rendimento medio netto del patrimonio (-8,4%) è il peggiore in tutta la storia dei fondi italiani ed è riconducibile alle eccezionali perdite sulle azioni (negoziazioni e svalutazioni) subite in un contesto di forte crisi dei mercati finanziari.
- **Modalità di gestione:** i costi di gestione sono rimasti relativamente costanti nei principali comparti, ma il minor peso delle azioni ha ridotto l'incidenza dei livelli commissionali più elevati; per l'aggregato dei fondi il costo è stato pari all'1,2% del patrimonio (1,4% nel 2007). La crisi dei mercati finanziari ha prodotto un aumento del *trading*, rispetto ai valori già assai elevati degli anni precedenti; la **rotazione** del portafoglio è avvenuta mediamente ogni 6 mesi e mezzo, dato che scende a 5 mesi per le sole azioni (la media dei fondi americani è poco al di sotto dei due anni).
- **Valutazione di lungo periodo:** i rendimenti in un'ottica di lungo periodo restano insoddisfacenti quando raffrontati con il tasso *risk free* (Bot a 12 mesi); nei fondi aperti, la distruzione di valore negli ultimi sette anni è stata pari ad oltre 75 miliardi di euro, essenzialmente cumulati nel 2002 e nel 2008. Un raffronto internazionale sull'ultimo quinquennio, con tutti i *caveat* del caso, mette tuttavia in luce che la presenza di un anno (il 2008) da considerare eccezionale nella storia dei fondi ha prodotto in tutti i Paesi (con l'eccezione del Regno Unito) distruzioni di ricchezza.
- **Nel 2009:** secondo le statistiche ufficiali disponibili, il deflusso di risparmio dai fondi aperti italiani è proseguito nei primi dieci mesi dell'anno corrente cumulando riscatti netti per circa 11 miliardi; si tratta di un valore rilevante, ma assai inferiore su base annua al record del 2008.

Patrimonio complessivo (Edizione 2009 carta, Tab. I, pagg. 2-5).

Alla fine del 2008 il patrimonio dei 1079 fondi indagati dall'Ufficio Studi era pari a 225,4 miliardi di euro, dei quali 169 miliardi relativi a fondi aperti e SICAV (Graf. 1). Nel 2008 vi è stata una flessione del patrimonio netto di 90,8 miliardi di euro (28,7%), la più importante nella storia dei fondi italiani. Essa ha combinato il livello record dei riscatti (65,4 miliardi al netto delle nuove sottoscrizioni), le perdite della gestione (24,1 miliardi) ed i proventi distribuiti (1,3 miliardi). La variazione negativa è attribuibile ai fondi comuni aperti e SICAV (-70,1 miliardi di euro). E' dal 2000 che questa categoria registra importanti flessioni, interrotte unicamente da una variazione positiva nel 2003. La consistenza del patrimonio a fine 2008 (169 miliardi di euro) rappresenta il 61,5% in meno rispetto al 1999, data del massimo storico. I fondi speculativi sono stati l'altra categoria maggiormente interessata dal segno meno: 13 miliardi di euro, pari al 46,5% del patrimonio a fine 2007. Anche qui hanno contato i riscatti (8,4 miliardi) e le perdite di gestione (4,6 miliardi) che hanno rappresentato 1,2 volte il cumulo degli utili realizzati nei sette anni precedenti. Pesante rosso anche per i fondi di fondi. Tra collegati e non collegati hanno totalizzato un calo patrimoniale di 14,9 miliardi, 12,1 miliardi a seguito di riscatti netti e 2,8 miliardi per passivi di gestione. La variazione negativa ha rappresentato il 47,6% del patrimonio in essere a fine 2007 (51% per i soli fondi di fondi non collegati)¹. L'unica categoria in controtendenza è quella dei fondi pensione. I fondi negoziali (istituiti nell'ambito dei contratti collettivi di lavoro) hanno registrato un aumento del patrimonio del 21,5% e quelli aperti del 9,1%, essenzialmente per effetto delle nuove sottoscrizioni (4,4 miliardi), parzialmente defalcate dalle perdite (1,5 miliardi). Questi fondi equivalgono al 99,4% dei fondi vigilati dalla Covip i quali rappresentano i risparmi di 2,8 milioni di lavoratori.

Secondo la classifica redatta dalle associazioni di categoria europea e statunitense (EFAMA European Fund and Asset Management Association; ICI Investment Company Institute) su dati che le associazioni nazionali hanno fornito sui relativi fondi comuni armonizzati (OICVM²), a fine 2008 l'industria mondiale dei fondi contava un patrimonio gestito pari a 13.629 miliardi di euro. La crisi dei mercati finanziari – iniziata nella seconda metà del 2007, aggravatasi nel corso del 2008 – ha prodotto una flessione del 23% (27% sui dati in dollari) rispetto alle consistenze del 2007. La diminuzione del patrimonio è stata pari a 4.135 miliardi di euro; essa è riconducibile per 1.556 miliardi ai fondi europei (-26% rispetto alle consistenze in euro di fine 2007) e per 1.267 miliardi a quelli statunitensi (-20% rispetto alle consistenze in dollari di fine 2007). In Asia i regressi più rilevanti hanno interessato i fondi australiani (206 miliardi di euro, pari al 25% del valore a fine 2007), quelli cinesi (96 miliardi di euro, -33%) e giapponesi (72 miliardi di euro, -15%).

Il vistoso calo europeo deriva in primo luogo dalla caduta dei fondi lussemburghesi (487 miliardi, 27% in meno), seguiti, in ordine di importanza dei valori assoluti, dai fondi britannici (231 miliardi, -38%), francesi (209 miliardi, -15%), irlandesi (128 miliardi, -20%), italiani (96 miliardi, -34%), tedeschi (82 miliardi, -32%) e spagnoli (74 miliardi, -28%). L'industria italiana dei fondi si colloca ora al 10° posto nel mondo (classifica sui valori in euro)³, dopo Stati Uniti (6.899 miliardi di euro), Francia (1.143 miliardi), Australia, Giappone, Regno Unito, Brasile, Canada, Cina e Spagna, non contando Lussemburgo e Irlanda che ospitano essenzialmente fondi *esterovestiti* (rispettivamente, 1.337 miliardi e 518 miliardi). Nel 2004 (anno nel quale, secondo le statistiche EFAMA, il valore del patrimonio gestito dai fondi normalizzati italiani toccò il massimo storico di 376 miliardi di euro) la nostra industria era invece al 4° posto, sempre escludendo Lussemburgo e Irlanda. Il patrimonio dei fondi aperti italiani rapportato al PIL è caduto dal massimo del 41,9% nel 1999, al 14% circa nel 2008 (Graf. 2). Considerando anche i fondi aperti non armonizzati la percentuale è di poco superiore e resta distanziata dalla media europea di 33 punti (Graf. 3).

I gestori italiani hanno favorito in passato lo spostamento all'estero – principalmente in Lussemburgo – di una quota significativa dei patrimoni in gestione. Nel Granducato l'informativa è meno trasparente e gli utili dei fondi vengono

¹ I fondi di fondi collegati investono principalmente in fondi gestiti dalla stessa Sgr, quelli non collegati in fondi di altri gestori. Occorre considerare che nei nostri dati aggregati i fondi di fondi collegati vengono sempre esclusi (poiché rappresentano duplicazioni), mentre l'associazione dei gestori italiani li ricomprende.

² 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.

³ Il dato relativo ai soli fondi aperti, escludendo i fondi di fondi (circa 31 miliardi), è 260 miliardi di euro.

tassati al momento del realizzo (e non della maturazione come in Italia). Alla fine del 2008 questi fondi costituivano il 42% del patrimonio dei fondi aperti seguiti da gestori italiani ed erano, per oltre i nove decimi, di diritto lussemburghese. Le maggiori società di gestione domiciliate in Lussemburgo appartengono ai gruppi UniCredit e IntesaSanpaolo (i gruppi Pioneer, Fideuram ed Eurizon, nel loro insieme, coprono il 64% del patrimonio totale di questi fondi cosiddetti *roundtrip*). I dati rilasciati dalla CSSF Commission de Surveillance du Secteur Financier (Lussemburgo) segnalano che a fine 2008 i gestori di tutto il mondo avevano domiciliato nel Granducato fondi il cui patrimonio aggregato totalizzava 1.560 miliardi di euro; gli italiani coprivano l'8,4% del totale con 132 miliardi di euro, essendo preceduti da gestori di origine tedesca (21,1%), statunitense (19,6%), svizzera (17,4%), belga (9,1%) e britannica (8,7%). L'87% del patrimonio di questi fondi riguardava gli *umbrella funds*, ovvero fondi di fondi. L'informativa disponibile sui fondi irlandesi è ancor più carente; l'IFIA Irish Funds Industry Association dichiarava a fine 2008 patrimoni gestiti scesi a 647 miliardi di euro. Solo il 2,4% dell'importo a fine 2008 si riferiva a gestori locali; tra quelli esteri, gli italiani figuravano al terzo posto come nei due anni precedenti, ma con una quota scesa dal 3,2% al 2,5%, preceduti da statunitensi (42,8%) e britannici (41,3%); seguivano i tedeschi (2,1%).

Raccolta netta **(Edizione 2009 carta, Tab. I, pagg. 2-5).**

La raccolta netta dei fondi italiani registra saldi fortemente negativi dal 2004. Per l'insieme indagato dall'Ufficio Studi, il deflusso nel 2008 ha superato i 65 miliardi di euro, nuovo record in negativo. Il totale dei riscatti, al netto delle nuove sottoscrizioni, nel quinquennio 2004-2008 è stato pari a circa 180 miliardi di euro, ma se si considerano i soli fondi aperti e le SICAV si superano i 209 miliardi.

Relativamente alle altre categorie di fondi, i principali volumi di riscatti hanno interessato i fondi di fondi (12,1 miliardi) e i fondi speculativi (8,4 miliardi) per i quali valgono le considerazioni già esposte nel punto precedente.

I dati diffusi dall'associazione italiana dei gestori per l'intera industria indicano nel 2008 una raccolta negativa anche per i fondi di diritto estero distribuiti da intermediari italiani (*roundtrip*): 34 miliardi di euro che, aggiunti al deflusso dai fondi di diritto italiano, porta il totale 2008 a 117 miliardi. In tale dato i fondi di diritto italiano distribuiti da gestori esteri figurano con riscatti netti pari a 6 miliardi; la loro quota sul patrimonio totale dei fondi di diritto italiano è pari al 12% circa.

La crisi finanziaria ha comportato dinamiche regressive dell'industria dei fondi in tutti i principali Paesi. Secondo le statistiche EFAMA sui fondi europei armonizzati, nel 2008 i riscatti hanno superato le nuove sottoscrizioni di 335 miliardi di euro. Analizzando i dati per trimestre, si nota che il segno negativo è perdurato dal luglio-settembre 2007 portando ad un deflusso di 465 miliardi di euro negli ultimi 18 mesi (contro una raccolta netta ancora positiva di 179 miliardi di euro nel primo semestre 2007). Al totale di 335 miliardi di riscatti del 2008 concorrono principalmente i fondi lussemburghesi (32%), italiani (22%), spagnoli (17%) e francesi (13%).

Come già segnalato, i fondi di diritto lussemburghese hanno subito un importante ridimensionamento. Il loro patrimonio è diminuito di circa 500 miliardi di euro tornando ad un valore di poco superiore a quello registrato nel 2005; i riscatti netti hanno tuttavia rappresentato una quota relativamente poco importante della flessione (77 miliardi di euro, contando anche i fondi non armonizzati) che è invece riconducibile alle pessime *performance* di cui si dirà più avanti (le perdite del 2008 hanno riassorbito interamente gli utili degli anni precedenti chiudendo altresì il decennio 1999-2008 con un saldo negativo nell'ordine dei 100 miliardi di euro).

L'altro caso di qualche interesse in Europa riguarda i fondi britannici; nel 2008 hanno subito il primo deflusso netto su 12 mesi a memoria dell'associazione locale (le cui rilevazioni risalgono al 1960). Considerando tutti i fondi (anche i non normalizzati), i riscatti sono venuti essenzialmente dagli investitori istituzionali che hanno prelevato circa 6 miliardi di sterline (al netto delle nuove sottoscrizioni), un importo che gli investitori al dettaglio non hanno potuto bilanciare con i loro 3,9 miliardi di sottoscrizioni nette.

I dati diffusi dall'associazione dei gestori italiani per i primi dieci mesi del 2009 segnalano il perdurare di una raccolta negativa. Il deflusso dai fondi aperti di diritto italiano tra gennaio e ottobre è stato pari a 11,1 miliardi. I *roundtrip* hanno invertito la tendenza segnando sottoscrizioni nette per 4,5 miliardi; il loro patrimonio rappresenta ora il 37% del totale. Nell'insieme, i deflussi più consistenti hanno riguardato i fondi speculativi (5,4 miliardi) e quelli obbligazionari (2,9 miliardi, compresi i fondi di diritto estero). In controtendenza gli azionari che hanno registrato una raccolta netta di 2,3 miliardi cui hanno contribuito soprattutto i fondi specializzati nei Paesi emergenti (1,4 miliardi).

Nel primo semestre 2009 (ultimo dato disponibile) i fondi europei armonizzati hanno registrato un'inversione di tendenza tornando in positivo con una raccolta netta di 52 miliardi di euro. L'afflusso di risparmio non è stato omogeneo. Nel primo trimestre esso ha riguardato essenzialmente i fondi monetari che hanno beneficiato di nuove sottoscrizioni al netto dei riscatti pari a 52 miliardi di euro. Sono seguiti 25 miliardi di riscatti netti nel periodo aprile-giugno. In questo secondo trimestre i saldi positivi hanno invece riguardato i fondi azionari (23 miliardi), obbligazionari (20 miliardi) e bilanciati (17 miliardi). La Francia è il paese che ha registrato la raccolta netta più consistente (33,8 miliardi nel semestre), seguita dal Regno Unito (15,6 miliardi) e dalla Germania (3,6 miliardi). Riscatti netti persistono principalmente in Spagna (9,2 miliardi), Italia (8,7 miliardi) e Austria (3,8 miliardi). In ripresa importante i fondi in Svizzera (9,1 miliardi di sottoscrizioni nette), Lussemburgo (4,6 miliardi) e Liechtenstein (2,3 miliardi).

Risultato netto e rendimento

(Edizione 2009 carta, Tab. I, pagg. 2-6, Tab IV, pagg. 84-95).

Nel 2008 i 1079 fondi italiani censiti in questa indagine hanno chiuso i loro bilanci con una perdita netta di 24,1 miliardi di euro a fronte dell'utile di 6,3 miliardi contabilizzato l'anno precedente. I dati per i soli fondi aperti sono rispettivamente 15,4 miliardi di euro di perdite nel 2008 contro 3,4 miliardi di utili nel 2007. La gestione del nuovo anno ha dunque aggravato il bilancio di lungo periodo: negli anni 2000 i fondi aperti hanno segnato utili per 53,9 miliardi di euro (nel quinquennio 2003-2007), sopraffatti da 78,7 miliardi di perdite (nel triennio 2000-02 e nel 2008). Il cumulo dei risultati è pertanto negativo di quasi 25 miliardi di euro.

La perdita di 25,2 miliardi nel solo 2008 per il complesso dei fondi deriva dal saldo di queste componenti: i) le cospicue minusvalenze sul portafoglio che hanno inciso per 29,4 miliardi (di cui 13,7 miliardi di perdite su negoziazioni e 15,7 miliardi di svalutazioni); ii) gli oneri di gestione addebitati per 3,2 miliardi di euro (31% in meno rispetto all'anno precedente); tra i ricavi, iii) il complesso di cedole, dividendi e altri proventi è stato pari ad 8,2 miliardi ed è diminuito dell'11,7% (rispetto ai 9,3 miliardi del 2007), mentre iv) è stato contabilizzato un credito netto per imposte da recuperare pari a 3,1 miliardi di euro (a fronte di 689 milioni di imposte da pagare nei precedenti 12 mesi). Resta un saldo altri proventi e oneri negativo per 3,9 miliardi, tra cui perdite nette su contratti derivati per 1,2 miliardi ed una cifra equivalente per il risultato netto di fondi che sono stati incorporati.

La *performance* dei fondi è stata influenzata dalla generale crisi dei mercati finanziari che hanno visto una caduta rilevante dei corsi delle azioni (-37% la media dei valori internazionali, -41% le quotazioni della borsa italiana) ed una dinamica altalenante dei rendimenti dei titoli a reddito fisso (tendenziale ascesa sino all'ottobre seguita da una forte caduta). Nel 2008 il rendimento medio dell'insieme dei 1079 fondi è stato negativo, pari a -8,4%, contro valori positivi dell'1,3% nel 2007 e del 3,3% nel 2006⁴. Il rendimento peggiore è stato quello fondi speculativi (-19,3%), seguiti dai fondi di fondi non collegati (-16,3%) e dai fondi pensione aperti (-14%). In rosso anche i fondi pensione negoziali -6,3% (elaborazioni Covip). I fondi comuni aperti hanno accusato nel loro insieme un rendimento pari a -7,2% che risulta dalla media tra i rendimenti fortemente negativi dei fondi azionari (-38,5%), bilanciati (-12,1%) e flessibili (-9,7%), e i valori positivi nel comparto obbligazionario (2%) e di liquidità (2,4%).

Se si escludono i fondi immobiliari e i fondi di fondi, la componente di gran lunga determinante delle perdite di tutte le categorie di fondi nel 2008 è costituita dal passivo delle gestioni azionarie:

⁴ Il rendimento è calcolato come rapporto tra il risultato netto e la media mensile del patrimonio netto escluso lo stesso risultato. Il dato del 2008 è stato ottenuto come capitalizzazione dei rendimenti mensili. Per un approfondimento delle questioni metodologiche si rinvia alla recensione *I problemi dei fondi comuni italiani*, pubblicata nel 2008 nel sito www.mbres.it.

sia per negoziazione (9,1 miliardi) che per svalutazione del portafoglio a fine anno (10,4 miliardi). Era dal 2003 che tali gestioni non procuravano perdite. Una nota particolare va riservata ai fondi pensione: fatto 100 l'anno 2000, i fondi pensione negoziali hanno chiuso il 2008 cumulando un rendimento del 13,7%, quelli aperti hanno invece subito una perdita cumulata dell'11,7% a fronte di una rivalutazione del TFR al netto d'imposte nello stesso periodo pari al 24,4%⁵.

Nel 2008 il rendimento dei fondi si conferma insoddisfacente rispetto a quello degli impieghi alternativi (Tab. 1 in calce a questa nota); il confronto con il tasso *risk free* è negativo non solo in tale anno (distintosi come già detto per la forte caduta dei valori mobiliari a reddito variabile), ma in generale nel lungo periodo (v. punto successivo). I fondi azionari hanno registrato nel 2008 un rendimento assai negativo (-38,5%), non del tutto giustificato dalle dinamiche pure fortemente negative dei mercati internazionali che costituiscono l'ambito preferito degli impieghi (l'indice azionario mondiale è caduto del 37%). Diverso invece il quadro domestico, dove i titoli quotati nella borsa italiana hanno perduto nei 12 mesi il 41%.

Lo stato di crisi che ha interessato tutti i mercati rende particolarmente significativo l'esame delle *performance* dei fondi esteri. La dimensione delle perdite della gestione è stata influenzata dalla quota di patrimonio investita in azioni. In questo caso, la bassa propensione all'impiego azionario dei fondi comuni italiani ha fatto sì che i loro rendiconti facessero emergere una perdita aggregata relativamente contenuta, 6% circa del patrimonio in essere nei fondi comuni aperti a fine 2007 (se si considerano tutte le categorie di fondi da noi indagate quell'incidenza sale all'8%). Nel loro insieme, i fondi europei hanno subito nel 2008 una perdita nell'ordine dei 1.200 miliardi di euro, pari al 20% del patrimonio a fine 2007. I fondi azionari costituiscono in Europa il 26% del patrimonio complessivo: la perdita di loro competenza è valutabile in 830 miliardi, ovvero al 38% del rispettivo patrimonio, cui si aggiungono 161 miliardi di perdite sui fondi bilanciati (19% del patrimonio). Sul totale dei fondi italiani da noi indagati, il peso di quelli azionari è invece del 12% appena; essi hanno subito perdite pari a 15 miliardi circa (97% del passivo di tutti i fondi) che rappresentano il 31% del relativo patrimonio a fine 2007. Tornando all'insieme dei fondi europei, i soli aspetti positivi riguardano i fondi monetari (*money market*) che hanno registrato un *plus* di 51 miliardi (5,6% del patrimonio); l'utile dei fondi italiani di liquidità è stato invece di soli 1,5 miliardi (2,1% del patrimonio 2007).

A livello di singolo Paese spiccano, come già anticipato, le perdite dei fondi lussemburghesi, calcolabili in oltre 420 miliardi di euro pari al 20,5% del patrimonio a fine 2007; i tre quarti di questa cifra vanno riferiti a fondi che investono in azioni (con un impatto del 40% sulla relativa quota di patrimonio).

La perdita dei fondi inglesi nel 2008 è quantificabile in oltre 100 miliardi di sterline, pari al 22% del patrimonio a fine 2007. I dati disponibili non consentono di valutare con precisione le perdite dei soli fondi azionari, che rappresentano più del 60% del totale. I fondi francesi hanno accusato una perdita stimabile in 160 miliardi di euro (12% del patrimonio 2007) mentre per quelli tedeschi il rosso ha superato i 120 miliardi equivalenti al 17% circa del patrimonio (incluso i cosiddetti fondi speciali il passivo sale a poco meno di 200 miliardi, ma la percentuale si ridimensiona al 14%); anche in questi casi mancano dettagli per valutare le sole gestioni azionarie.

Restano da commentare i fondi statunitensi, il cui patrimonio è investito in azioni e liquidità per il 40% circa ciascuno, essendo il resto costituito da obbligazioni. Grazie all'intervento del governo, che ha disposto appositi programmi a tutela della liquidabilità degli attivi dei fondi *money market*⁶, l'industria ha scongiurato la corsa ai riscatti registrando una raccolta netta positiva, avendo il saldo positivo dei *money market* più che compensato i riscatti netti degli azionari. La perdita di gestione complessiva è valutabile in 3.000 miliardi di dollari pari al 25% del patrimonio a fine 2007. Il rosso è riconducibile per oltre i nove decimi ai fondi azionari e ibridi dove si è ragguagliato al 39% del relativo patrimonio.

⁵ L'efficienza dello strumento è pertanto assai problematica ed il giudizio non può essere mitigato del fatto che il risparmiatore gode di benefici fiscali oltre all'opportunità di fruire di contributi addizionali versati dai datori di lavoro.

⁶ Il 19 settembre 2008 è stato reso operativo il programma AMLF (Asset backed commercial paper Money market mutual fund Liquidity Facility) che concede prestiti alle istituzioni finanziarie che acquistano attivi collateralizzati a breve dai fondi monetari. La scadenza di questo programma è attualmente fissata al 1° febbraio 2010. Il 24 novembre 2008 è stato reso operativo un altro programma, MMIFF (Money Market Investor Funding Facility), destinato ad accordare finanziamenti a veicoli *special purpose* disposti ad acquistare dai fondi determinati attivi (certificati di deposito e *commercial paper* emessi da primarie istituzioni finanziarie, con durata residua di non più di 90 giorni). Questo secondo programma terminerà il 30 ottobre 2009.

Sulla base dei dati disponibili, è possibile valutare che i fondi armonizzati europei abbiano subito nuove perdite nel primo trimestre 2009 per circa 70 miliardi di euro. In controtendenza i fondi italiani che nel loro insieme hanno registrato un modesto recupero reddituale, ulteriormente consolidato nel consuntivo al 30 giugno scorso.

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

Negli ultimi 10 anni un impiego in BOT avrebbe reso 2,5 punti annui in più di quello in fondi; la perdita patrimoniale complessiva è stata di quasi 29 punti corrispondente ad un minor patrimonio del 90%. Limitando l'analisi all'ultimo quinquennio, il divario negativo si riduce ad 1,5 punti e la perdita patrimoniale al 65%, mentre nell'arco venticinquennale il divario scende ancora ad un punto percentuale e l'effetto sul patrimonio al 25%. L'impiego di lungo periodo nei soli fondi azionari è ancor più penalizzante. Sull'orizzonte quinquennale o decennale il rendimento è negativo e pari rispettivamente a 3,6 e a 4,6 punti annui (contro una perdita di valore nulla dell'insieme delle azioni italiane e di 2,4 punti di quelle internazionali); nel lunghissimo periodo, ultimi 20 anni, il rendimento diventa positivo e pari all'1,7% medio annuo, ma i panieri delle borse italiane e internazionali avrebbero garantito non meno di tre punti in più (Tab. 1).

Il giudizio sull'efficienza dell'industria dei fondi per l'economia del Paese deve basarsi su *benchmark* di sistema; i *benchmark* scelti dai singoli fondi (che saranno oggetto di una successiva analisi), infatti, 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 banche). Esse non sono necessariamente quelle ottimali in termini complessivi, anche perché il mercato è lungi dall'essere perfetto. A titolo di esempio, il minor rendimento reso agli investitori dall'insieme dei fondi rispetto all'ipotesi di impieghi *risk free* ha comportato una distruzione di valore⁷ che si può valutare in oltre 75 miliardi di euro nell'ultimo settennio⁸ e in 30 miliardi nell'ultimo quinquennio.

E' molto difficile confrontare i risultati della nostra industria dei fondi con quella degli altri principali Paesi. La valutazione dei divari è resa problematica dai diversi regimi fiscali, dalle diverse capacità professionali presenti nel settore, dai diversi assetti proprietari dei gestori da cui conseguono politiche commerciali differenziate. Inoltre, quest'anno i consuntivi di lungo periodo sono inevitabilmente influenzati dalla caduta dei valori provocata dalla crisi finanziaria più volte ricordata ed occorrerà attendere gli esiti della ripresa (al momento assai incerti nei tempi e nelle misure) per esprimere valutazioni definitive. Con questa premessa, i dati disponibili sui fondi dei principali Paesi consentono di stimare la *performance* cumulata degli ultimi 5 anni (2004-2008). Essa è stata positiva per i fondi britannici (oltre il 30% in rapporto al patrimonio di fine 2003), francesi (10% circa), tedeschi e italiani (8% e 7% circa), negativa per i fondi statunitensi e lussemburghesi (circa 10% per entrambi). Il risultato dei fondi tedeschi si azzerava quando si comprendono i fondi "speciali". Circa la capacità di creare valore a livello di sistema, i risultati esposti forniscono al momento una risposta negativa. Tenuto conto del livello del rendimento medio europeo degli impieghi *risk free* (stimabile nel 3,5% netto medio annuo), l'unico esempio positivo parrebbe l'industria britannica; pur operando in uno dei mercati nei quali la crisi è originata, ha conseguito risultati soddisfacenti; ciò in presenza di un'elevata quota di impieghi azionari, diretti per oltre la metà su società domestiche. Negativo appare al momento anche il risultato dei fondi americani, le cui perdite del 2008 hanno fagocitato gli utili realizzati nei cinque anni precedenti a fronte di un rendimento netto medio annuo dei titoli di Stato a lunga scadenza superiore di 30 punti base a quello europeo.

⁷ *Risk premium* sulla quota azionaria supposto pari a 3,5 punti.

⁸ Circa l'appropriatezza del confronto con *benchmark* si rimanda alla già citata recensione pubblicata nel sito www.mbres.it.

Composizione del portafoglio (Edizione 2009 carta, Tab. II, pag. 18-19 totale fondi).

A fine 2008 il patrimonio dei 1079 fondi italiani era costituito per il 63,6% da titoli di Stato e obbligazioni, per il 10,8% da azioni, per il 10,7% da quote di altri fondi e per il 14,9% da altre attività, un terzo delle quali riconducibili agli impieghi dei fondi immobiliari. Le variazioni più consistenti rispetto al 2007 hanno riguardato la quota dei titoli a reddito fisso, aumentata di 7 punti, che ha assorbito la flessione delle azioni e delle quote di altri fondi. L'impiego in titoli di Stato e obbligazioni è ancora più elevato nei fondi comuni aperti dove raggiunge il 75,2% (+6,2 punti sul 2007) a fronte dell'11,8% delle azioni (-10,9 punti). Le quote di patrimonio investito in altri fondi, tralasciando i fondi di fondi, sono importanti nei fondi speculativi (93,2% del patrimonio) e nei fondi pensione aperti (19,9%).

I fondi italiani si distinguono nel mondo per la bassa incidenza dell'impiego azionario. Secondo i dati EFAMA a fine 2008, tra i Paesi che evidenziano impieghi in fondi armonizzati per più di 100 miliardi di euro, l'Italia veniva superata solo dal Brasile (dove le azioni contavano per poco più del 10% del totale). La media europea era del 26%, quella degli Stati Uniti e del Canada era del 38%, quella del Giappone del 78% e quella della Cina del 48%. In Europa i Paesi più esposti sull'azionario erano il Regno Unito (64% del totale), e la Germania (43%); Spagna e Svizzera oscillavano intorno alla media (rispettivamente, 27% e 26%) mentre la Francia era a quota 23%. L'Italia risultava tuttavia avere una presenza di fondi bilanciati molto elevata (25% contro la media europea del 14%); sommandoli ai fondi azionari, il divario rispetto alla media si riduceva a meno di 4 punti percentuali.

Rotazione (Edizione 2009 carta, Tab. V).

Nel 2008 l'indice di *turnover* è ancora peggiorato, passando da 1,4 a 1,8 volte per i titoli di Stato e le obbligazioni, da 1,9 a 2,4 volte per le azioni e da 0,9 a 1,7 volte per le quote di fondi. Questa maggiore operatività è caduta in un contesto di mercati molto critici; tuttavia un rigiro del portafoglio azionario ogni 5 mesi resta assai anomalo (quanto meno se raffrontato alla media americana, pari a poco meno di due anni in un contesto forse peggiore). Resta dunque l'eccesso di *trading* messo in evidenza dalle precedenti edizioni di questa indagine.

Generalmente, nei Paesi anglosassoni la rotazione viene giudicata eccessiva quando supera 0,8 volte e viene giustificata solo con una gestione attiva nello *stock picking*. Il *turnover* pubblicato dall'ICI, riferito ai fondi azionari americani, è stato pari nel 2008 mediamente a 0,59 volte (in linea con la media 1974-2008 pari a 0,58). 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 è stato pari a 3,2 miliardi di euro contro i 4,7 miliardi nel 2007 e i 5,2 miliardi nel 2006; si è trattato di una flessione del 38,5% nell'ultimo biennio; nei fondi comuni aperti e SICAV la decurtazione ha superato il 44%. L'unica categoria che ha segnato un aumento di questi oneri è quella dei fondi pensione (+23% nei negoziali, +9% negli aperti) dove la variazione è stata in linea con quella che del patrimonio. Il costo medio addebitato dai fondi comuni e SICAV è stato pari all'1,2% contro l'1,4% dell'esercizio precedente; la modesta diminuzione è dovuta al più ridotto peso dei fondi azionari. Le percentuali medie nelle varie categorie sono rimaste praticamente invariate: 2,2% nei fondi azionari (2,3% nel 2007), 1,7% nei bilanciati e 1% negli obbligazionari (invariati).

Il raffronto con l'industria finanziaria americana mette in evidenza che i fondi italiani sono molto costosi. I costi medi dei fondi statunitensi nel 2008 (dati ICI) sono stati pari allo 0,99% negli azionari (1,28% nel 2000, 1,98% nel 1990) e allo 0,75% negli obbligazionari (1,03% nel 2000 e 1,89% nel 1990), mentre i monetari sono intorno allo 0,4% (dato del 2007). Nei raffronti occorre considerare che gli indici di costo calcolati dall'Ufficio Studi di Mediobanca (2,2% gli azionari, 1,1% gli obbligazionari) riguardano solo gli oneri correntemente addebitati dai gestori (gli unici deducibili dai rendiconti annuali) ed escludono le commissioni di vendita che gli intermediari trattengono nel momento in cui i risparmiatori sottoscrivono le nuove quote. Escludendo queste ultime, il costo medio dei fondi statunitensi scende allo 0,88% per gli azionari e allo 0,67% per gli obbligazionari (dati riferiti al 2006); la percentuale nei monetari è sempre dello 0,4%. Rispetto a questa base, il costo di gestione corrente dei fondi italiani appare doppio.

Raffronto tra valori delle quote e *benchmark* (v. Tabella C, pubblicata su internet).

La tabella C riporta le differenze tra i rendimenti *time weighted* dei fondi e le variazioni dei relativi *benchmark*. Il 2006 è il primo anno nel quale tutti i gestori hanno usato le versioni *total return* dei *benchmark*; i dati degli anni precedenti sono stati da noi opportunamente rettificati.

Nel 2008 le differenze tra rendimenti e *benchmark*, sempre negative da quando questi ultimi sono stati introdotti (anno 2000), sono le peggiori dal 2002: 1,8 punti (tra 1,2 e 1,5 negli anni tra 2002 e 2007). Le differenze sono state negative in tutti i comparti eccetto che per "Finanza" (+1,5 punti; peso sul patrimonio complessivo dello 0,1%), "Europa" (+0,8, contro -1,1 nel 2007; peso sul patrimonio del 30,7%) e "Informatica" (+0,3 punti, 0,1% del patrimonio).

La riduzione delle differenze negative nell'azionario (ridottesi di 0,6 punti nel 2008, che si sono aggiunti al mezzo punto nel 2007) e nei fondi bilanciati (-1,3 punti) è stata vanificata dal peggioramento nel comparto obbligazionario (il più importante in termini di volume di risparmio gestito), passato da -1,1 punti a -1,9, e nei fondi di liquidità (da -0,6 a -1,7). Per queste categorie si tratta delle peggiori *performance* dal 2000: per gli obbligazionari le differenze erano sempre comprese tra -0,8 e -1,6, mentre i fondi di liquidità non erano mai andati sotto -0,7.

Il dettaglio dei fondi azionari evidenzia ancora, nonostante i miglioramenti, ampi differenziali negativi: negli "America", che contano per l'8,3% del patrimonio complessivo dei fondi azionari, i rendimenti sono stati battuti dai *benchmark* di 4,2 punti; il *minus* è stato di 2,9 punti per i fondi "Internazionali" (12% del totale). Nei fondi azionari Italia si è passati da -1,3 a -2,2 punti (contano per quasi il 20% del patrimonio complessivo), mentre come detto gli "Europa" – il comparto più rilevante con un peso pari ad oltre il 30% del totale azionario – hanno segnato +0,8 punti, migliorando di 1,9 rispetto al 2007 (con l'apporto determinante dell'*extraperformance* di un singolo fondo pari a oltre il 20%). Occorre considerare che queste differenze riguardano "minori perdite" rispetto al *benchmark* (come pure l'*extraperformance* citata).

L'area del Pacifico (11% del patrimonio azionario complessivo) continua a riservare *performance* molto scadenti con un differenziale medio di 2,3 punti (2,4 nel 2007 e 4,2 nel 2006).

Si conferma il quadro complessivo rilevato nelle precedenti edizioni dell'indagine: la larga maggioranza dei gestori produce rendimenti netti peggiori del *benchmark*. Nel 2008 la percentuale è stata dell'81%, contro l'86% dei due anni precedenti. Il miglioramento nell'ultimo anno è riconducibile soprattutto ai fondi obbligazionari (81,6%, 14 punti in meno del 2007) ed ai bilanciati (79,4%, -10 punti). Pur se meno elevate che negli anni precedenti, le incidenze dei fondi con *performance* inferiori a quelle del *benchmark* sono ancora decisive sui risultati complessivi.

Le gestioni curate dai cosiddetti "indipendenti" hanno registrato come nel 2007 risultati peggiori. I loro rendimenti nel loro complesso sono stati battuti dai *benchmark* nel complesso di 2,9 punti (3,5 nel 2007), con differenze più elevate in quasi tutti i comparti: ben 10,5 punti nell'obbligazionario

(con l'influenza determinante dei -11 punti per gli obbligazionari euro governativi medio/lungo termine, che totalizzavano il 60% del patrimonio) e 2,3 per i fondi di liquidità. L'eccezione è costituita dall'azionario dove è stata segnata un'*extraperformance* di 2,8 punti – decisivo il contributo degli azionari Europa con +6,7 punti e 40% del patrimonio -.

La quota di fondi che hanno battuto il *benchmark* è in linea con quella a livello complessivo (19% circa); le percentuali di fondi azionari e bilanciati che hanno fatto registrare differenziali positivi sono superiori alla media generale (30% e 33% a fronte di un 21% per entrambe), situazione opposta per i comparti obbligazionari e di liquidità (10 e 0 contro 18 e 8).

Come noto, i rendimenti dei fondi comuni vanno valutati nel medio-lungo periodo. Il grafico della Tabella C-seguita riporta la percentuale di fondi che ha battuto il *benchmark* nell'arco degli ultimi 5 anni, raffrontati con i quinquenni 2003-2007 e 2002-2006.

Si rileva per il periodo 2004-2008 una più elevata quota di fondi con differenziali positivi sul *benchmark* nell'ultimo anno del quinquennio: essa è pari al 18%, contro il 13% nel 2003-2007 ed il 14% nel 2002-2006. A tale miglioramento si contrappone l'assenza di fondi che battono il *benchmark* per più di tre anni, mentre nei quinquenni 2002-2006 e 2003-2007 ne esistevano, seppure in percentuali minime (rispettivamente 2% e 1% sui 5 anni).

I dati osservati tendono a rafforzare l'ipotesi che i differenziali positivi rispetto ai *benchmark* siano da ritenere di breve durata e di norma non ripetibili nel lungo periodo.

Fino al 2004 i *benchmark* dichiarati dai gestori per i fondi azionari non comprendevano quasi mai indici che tenevano conto dei dividendi distribuiti (cosiddetti *total return*). Nel 2005, per la prima volta, la Consob ha disposto modifiche ed integrazioni ai prospetti obbligatori stabilendo che i parametri di riferimento assunti dai fondi a capitalizzazione dei proventi (cioè la larghissima maggioranza) abbiano "caratteristiche analoghe", e cioè che siano *total return*. Tali indici sono stati adottati nello stesso anno 2005 dalla metà circa delle SGR (la delibera Consob era stata assunta a fine novembre); nel 2006 tutti i fondi qui rilevati si sono infine adeguati. Occorre rilevare che sino al 2007 i fondi erano obbligati a pubblicare sulla stampa i rendimenti confrontati con i *benchmark*; con delibera Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 tale obbligo di trasparenza è stato rimosso, sostituendolo con comunicazioni *ad personam* dietro esplicite richieste dei sottoscrittori.

Composizione del portafoglio (Tabelle su internet D ed E).

I titoli denominati in euro costituiscono l'89% del portafoglio dei fondi comuni aperti italiani a fine 2008 (Tab. D), 6 punti percentuali in più del 2007 e 10 in più rispetto al 2006.

La percentuale sale all'81,9% nei fondi bilanciati, al 92,4% negli obbligazionari, al 100% in quelli di liquidità ed all'85,9% per i flessibili; si riduce solo negli azionari (48,4%) dove salgono per contro i titoli denominati in yen (8,3%) e franchi svizzeri (3,7%), con gli investimenti in dollari USA in calo di un punto al 16,3%. In ulteriore aumento le "altre divise" al 12,1% (erano all'8,5% nell'indagine del 2006).

Il dollaro perde peso rispetto al 2007 anche negli impieghi dei fondi obbligazionari (5% del totale, contro 6,4%) e in quelli flessibili (7,6% contro 9,4%). Tali riduzioni di quote sarebbero ancor più accentuate in assenza della rivalutazione del 6% circa del dollaro sull'euro.

La quasi totalità (98%) degli investimenti resta concentrata nei Paesi OCSE (Tab. E). L'Italia ha guadagnato peso (+7 punti al 56%) a scapito di tutti gli altri (altri Paesi UE -2 punti, altri Paesi OCSE -4, altri Paesi -1), essenzialmente per effetto della più elevata quota sui titoli di Stato (+5 punti al 71% del relativo totale). Nel loro complesso, gli investimenti in titoli di Stato contano per il 67% del portafoglio complessivo.

Gli investimenti azionari rappresentano il 13,5% degli impieghi complessivi; i titoli di emittenti italiani pesano per il 2,8% (21% del portafoglio azionario). Qui i principali obiettivi dei nostri gestori riguardano i titoli emessi da società estere appartenenti ai paesi UE (5,2%, pari al 39% del portafoglio azionario) e agli altri paesi OCSE (rispettivamente, 4,1% e 30% circa del totale).

Il 18% del portafoglio è costituito da altri titoli di debito tra cui le obbligazioni bancarie pesano per il 9% (7% nel 2007) e quelle di altri emittenti privati per l'8% (come nel 2007).

Costi di gestione: oneri di negoziazione (v. Tabelle su internet, F e G).

Questa rilevazione si basa sui dettagli pubblicati nei rendiconti a partire dal 2005. I dati sono parziali poiché escludono gli oneri sulla negoziazione dei titoli di debito che costituiscono, come visto, l'85% del portafoglio (in tal caso gli oneri non vengono resi disponibili pur essendo prevista un'apposita voce nel rendiconto). Gli oneri evidenziati riguardano quindi in massima parte le azioni.

Il totale degli oneri dei fondi del campione è pari a 162 milioni di euro; rapportando quelli sulla negoziazione di titoli azionari (143 milioni) al cumulo degli acquisti e delle vendite rilevati nella Tab. III della nostra indagine (pp. 34-35) si ottiene un costo medio pari all'1,2 per mille (nel 2007 era stato calcolato l'1,3 per mille, l'1,5 per mille nel 2006).

Ancora con riferimento ai 162 milioni di ammontari dichiarati, la quota percepita da soggetti del gruppo a cui appartiene lo stesso gestore del fondo è pari al 7,6% (contro il 12% del 2007 ed il 17% circa sia nel 2006 che nel 2005). Dopo il ridimensionamento del 2007, gli oneri sulla negoziazione di fondi hanno ripreso quota (2,3 volte quelli del 2007), mentre sono aumentati del 13% quelli sulla negoziazione di derivati (+12% l'anno precedente). In quest'ultimo ambito prosegue il calo della quota degli oneri pagati a soggetti del gruppo di appartenenza del gestore, che costituiscono l'11% del totale (erano il 18% nel 2007, il 22% nel 2006 e il 26% nel 2005).

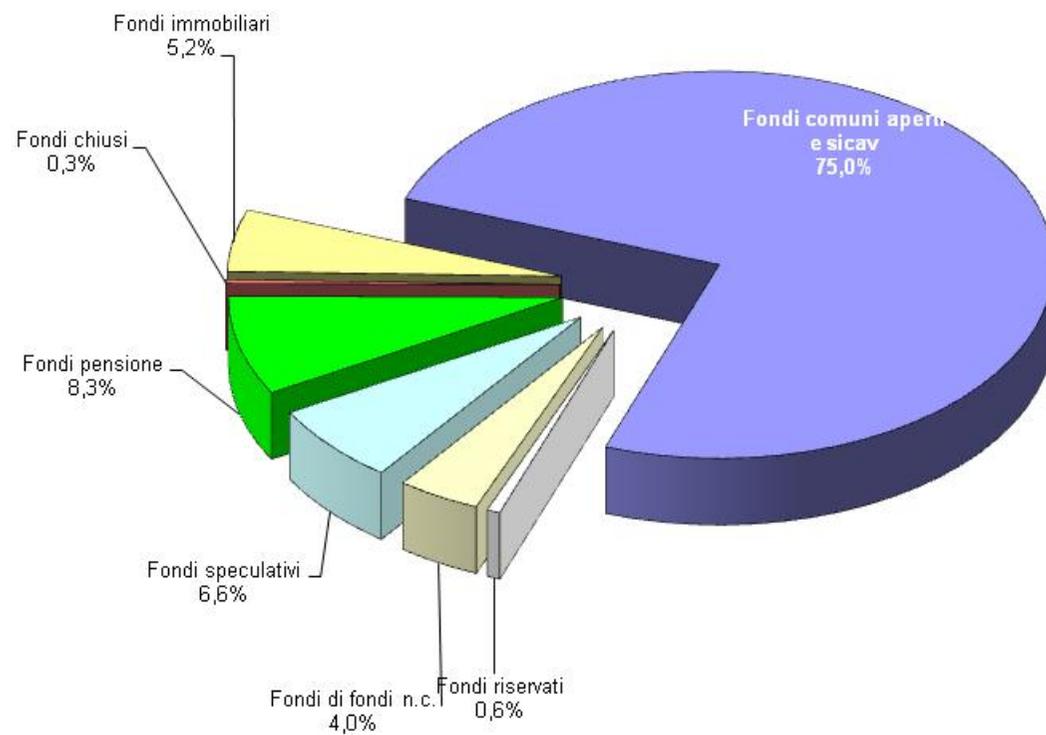
Riguardo agli interessi passivi, quando il fondo contrae debiti di finanziamento i relativi oneri vengono percepiti in prevalenza da soggetti del gruppo: 53% nel 2008, contro 63% del 2007, 49% nel 2006 e 87% nel 2005.

Gli oneri di negoziazione risultano corrisposti in misura sempre crescente (74,7% contro il 62,2% del 2007 ed il 56,6% nel 2006) a banche e intermediari esteri: ciò potrebbe trovare spiegazione nella percentuale di investimenti in azioni non italiane (pari come visto ad oltre tre quarti). L'incidenza è superiore in misura non trascurabile per le tre maggiori SGR: 87% contro il 70% pagato dalle restanti SGR.

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

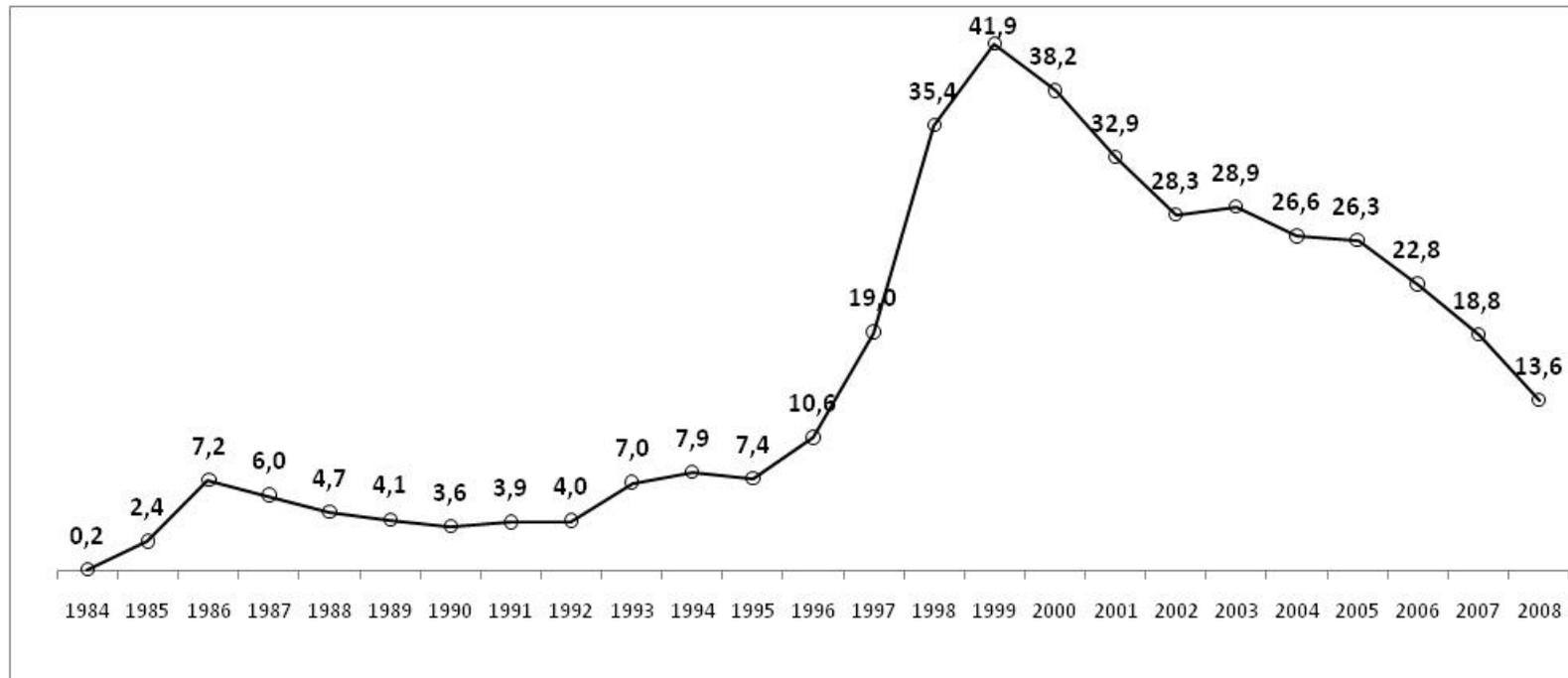
	Nel 2008	Ultimi 5 anni Dal 2003 al 2008		Ultimi 10 anni Dal 1998 al 2008		Dalla nascita - 25 anni Dal 1984 al 2008	
		%	Var. %	% media annua	Var. %	% media annua	Var. % assoluta
Tutti i Fondi	-7,2	5,6	1,1	3,2	0,3	322,0	5,9
BOT a 12 mesi	3,5	13,6	2,6	32,0	2,8	428,3	6,9
Differenza	-10,7	-8,0	-1,5	-28,8	-2,5	-106,3	-1,0
						Ultimi 20 anni Dal 1988 al 2008	
Fondi azionari	-38,5	-16,6	-3,6	-37,7	-4,6	40,1	1,7
<i>Indice MIB/MB total return</i>	<i>-41,0</i>	<i>-1,9</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,4</i>	<i>o</i>	<i>146,3</i>	<i>4,6</i>
<i>indice MSCI World in €</i>	<i>-37,3</i>	<i>-11,6</i>	<i>-2,4</i>	<i>-21,2</i>	<i>-2,4</i>	<i>174,7</i>	<i>5,2</i>

Graf. 1 – Patrimonio netto dei fondi italiani a fine 2008



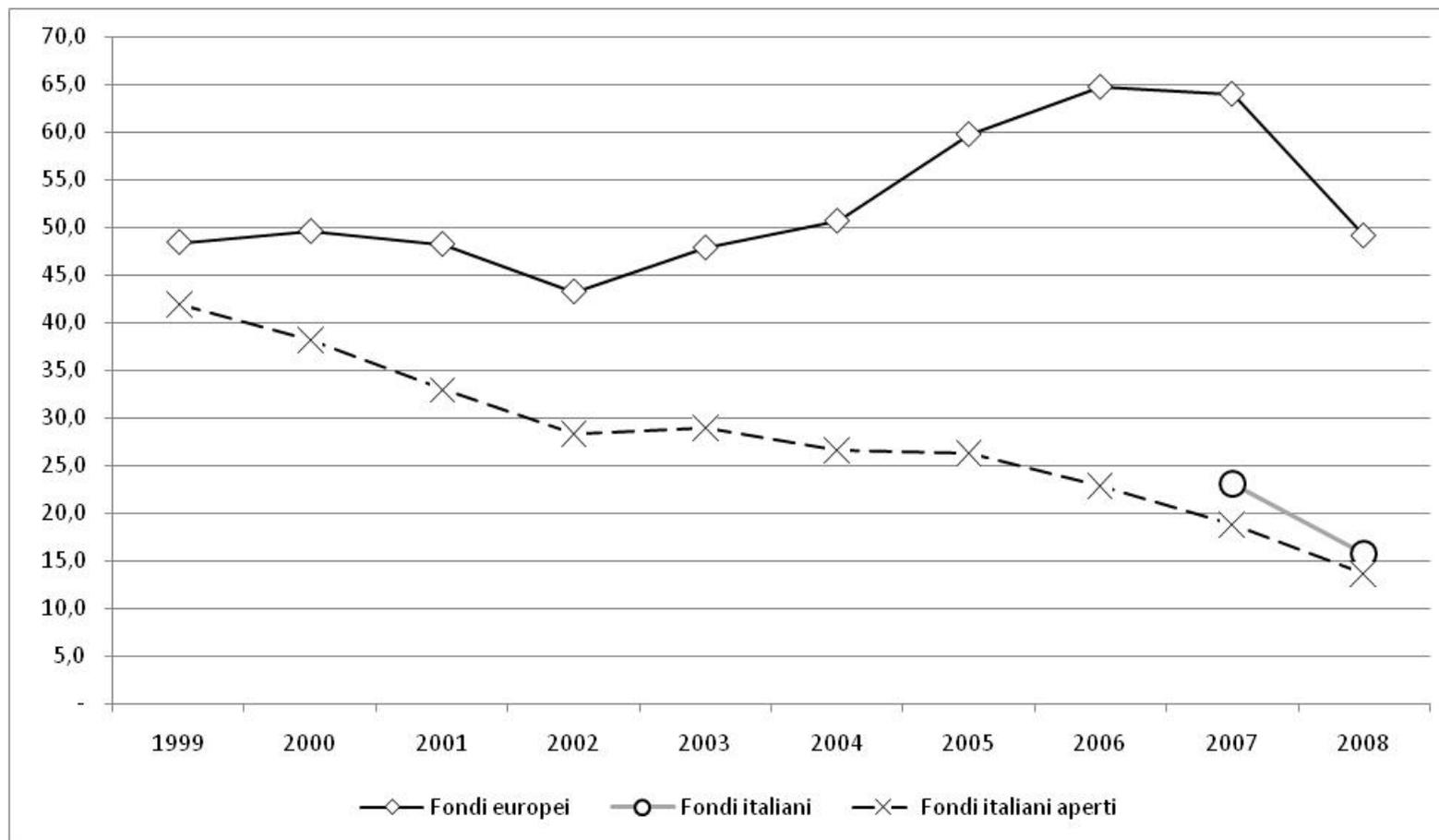
Graf. 2 – Italia: patrimonio netto dei fondi di diritto italiano in % del PIL

Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni

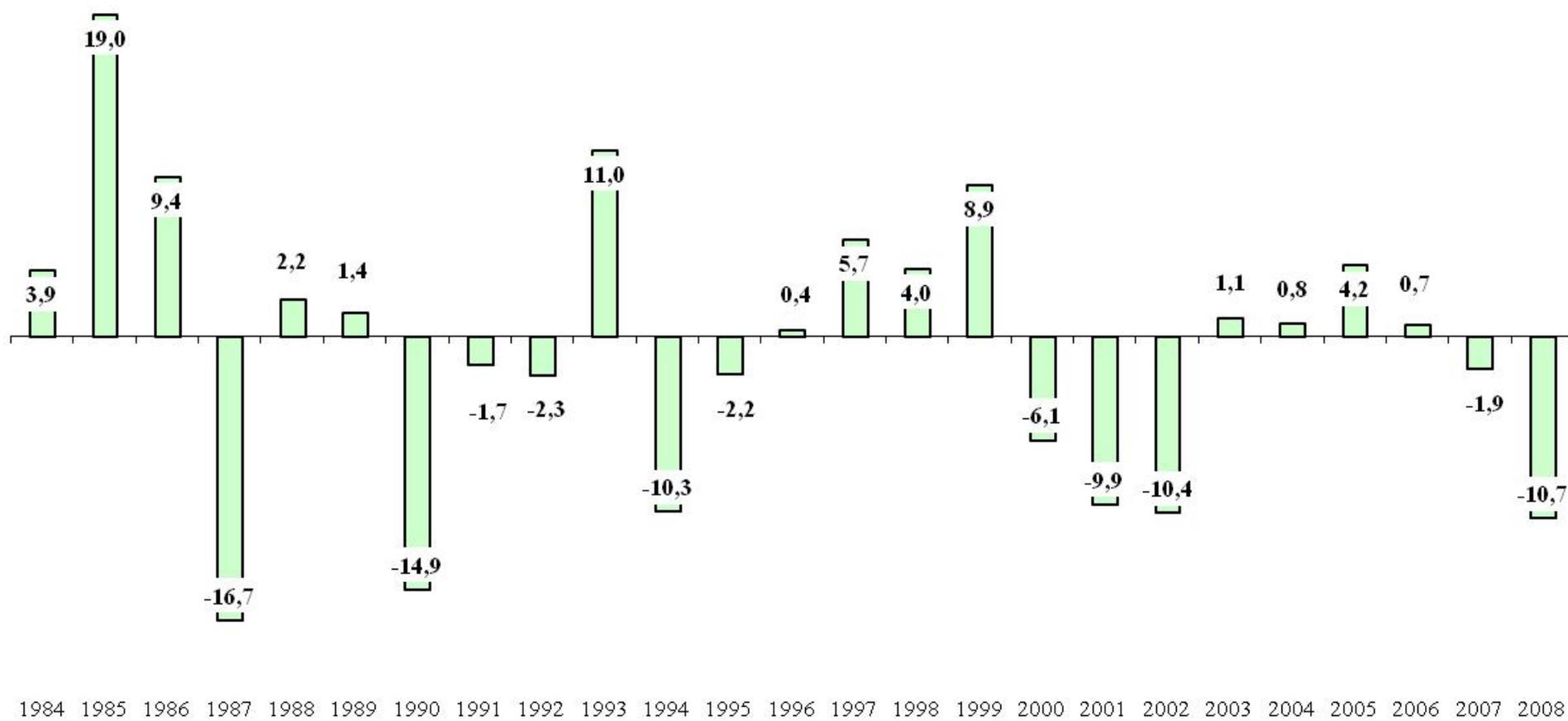


Graf. 3 – Europa ed Italia: patrimonio netto dei fondi comuni in % del PIL

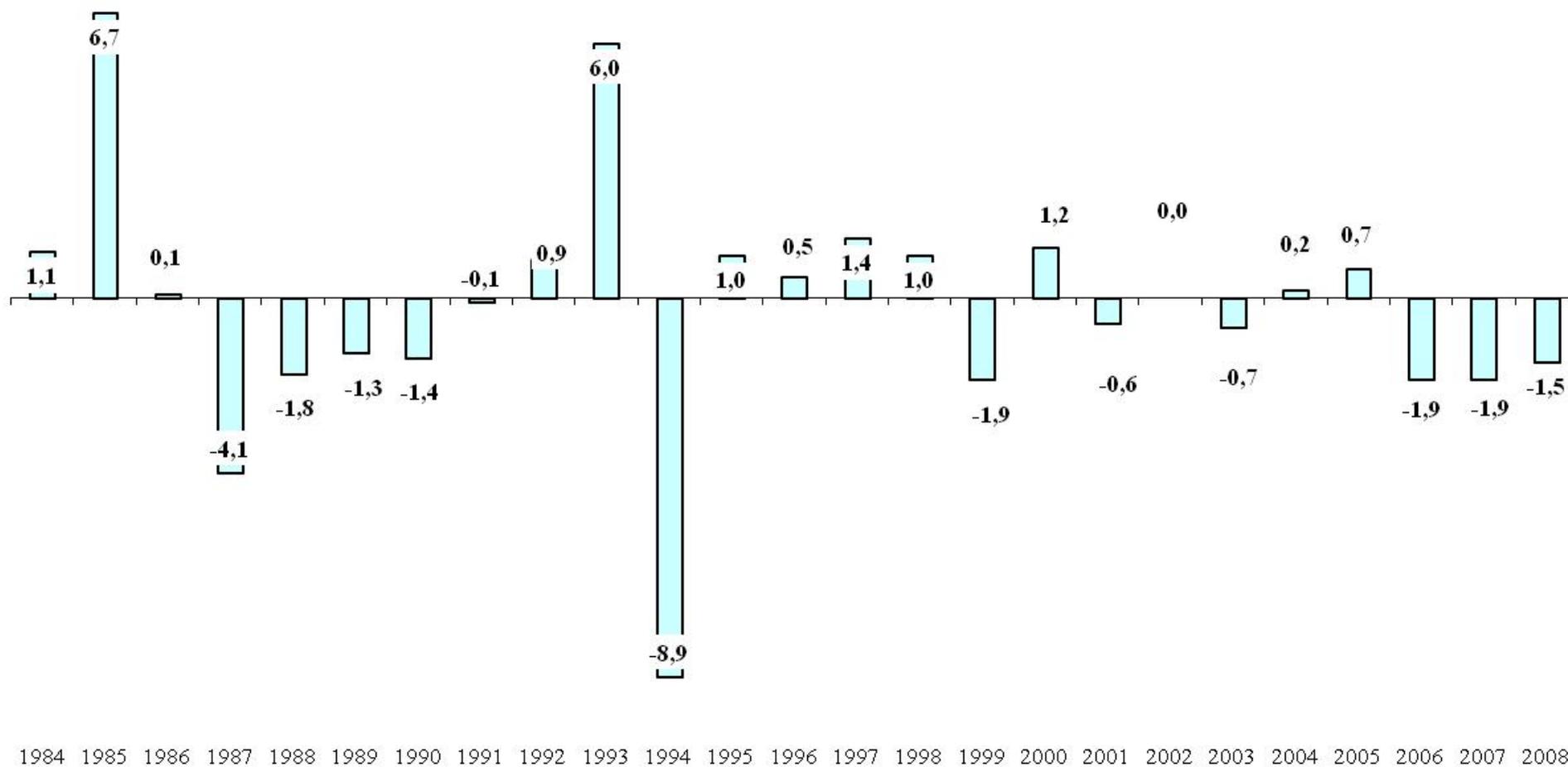
Fonte: elaborazioni su dati EFAMA ed Assogestioni



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 di tutti i fondi comuni aperti di diritto italiano
(fonti diverse)

