

UFFICIO STUDI MEDIOBANCA
INDAGINE SUI FONDI E SICAV ITALIANI
(1984-2009)

luglio 2010

L'indagine (giunta alla 19^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* (dati 2009 in corso di elaborazione);
- informazioni sull'*asset allocation* (dati 2009 in corso di elaborazione);
- dati di dettaglio sugli *oneri di negoziazione* evidenziati nei rendiconti (dati 2009 in corso di elaborazione);
- FAQ e recensioni di articoli e ricerche;
- dati di dettaglio sui singoli fondi (Tab. VI).

L'EDIZIONE 2010
1012 fondi di diritto italiano

Questa edizione considera 1012 fondi di diritto italiano facenti capo agli operatori più importanti per patrimonio gestito (25 per i fondi aperti). Il tasso di rappresentatività dell'industria in termini di patrimonio è del 94% nel comparto dei fondi aperti e di oltre il 96% nelle altre categorie. Rispetto all'edizione precedente sono stati rilevati 134 fondi in più, tenuto conto di 201 fondi incorporati e liquidati.

Sintesi

- **prevalgono ancora i riscatti:** contrariamente alla tendenza europea, in Italia i riscatti hanno ancora superato le nuove sottoscrizioni, sia pur di soli 3,6 miliardi di euro; essi hanno sempre prevalso sulle sottoscrizioni dal 2000 con l'unica eccezione del 2003; nel complesso il patrimonio a fine 2009 risulta tuttavia incrementato per effetto di un volume di utili netti pari a 13 miliardi. Il ridimensionamento dell'industria, che si conferma decima nel contesto internazionale, si traduce in un'incidenza dei patrimoni gestiti sul PIL pari al 13% contro il 42% nel 1999.
- **Risultato positivo di gestione:** i conti dei fondi hanno chiuso in positivo per 13 miliardi di euro, recuperando poco più della metà della perdita dell'anno precedente; il rendimento medio netto del patrimonio è stato pari al 5,9% ed ha beneficiato dei recuperi di valore dei titoli in portafoglio.
- **Modalità di gestione:** i costi di gestione hanno avuto una leggera tendenza ad aumentare, soprattutto nei fondi azionari dove sopravvivono le commissioni di incentivo; per l'aggregato dei fondi il costo è stato pari all'1,2% del patrimonio, per gli azionari al 2,7%. La **rotazione** del portafoglio è diminuita significativamente, da 6 mesi e mezzo a 10 mesi, ma resta ancora eccessiva se confrontata con la media dei fondi americani (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 dieci anni è stata pari ad oltre 120 miliardi di euro.
- **Nel 2010:** secondo le statistiche ufficiali disponibili, nel primo semestre 2010 vi è stato un nuovo deflusso dai fondi aperti di diritto italiano con riscatti netti pari a 10,2 miliardi di euro. Parallelamente, i fondi *roundtrip* (promossi all'estero da gestori italiani) hanno segnato un volume di sottoscrizioni nette pari a 7,3 miliardi. Nelle nostre valutazioni, la *performance* dei fondi di diritto italiano nei sei mesi è stata praticamente nulla.

Patrimonio complessivo (Edizione 2010 carta, Tab. I, pagg. 2-5).

I 1012 fondi indagati dall'Ufficio Studi contavano alla fine del 2009 un patrimonio aggregato pari a 235,3 miliardi di euro, dei quali 175,2 miliardi relativi a fondi aperti e SICAV (Graf. 1). Rispetto al 2008 vi è stato un certo recupero dovuto principalmente al positivo risultato dell'esercizio. Non vi è stata un'inversione di tendenza dei riscatti netti (che l'anno precedente avevano segnato il record storico); il saldo tra sottoscrizioni e riscatti si è confermato negativo, sia pur di un ammontare molto contenuto (3,6 miliardi). Il risultato della gestione è stato pari a 13 miliardi di euro dopo aver contabilizzato 12,8 miliardi di utili netti sul portafoglio, costituiti per i sei decimi da riprese di valore originate dal parziale recupero dei prezzi sui mercati finanziari. Di particolare significato la flessione degli oneri di gestione (16% circa), sostanzialmente in linea con la flessione del valore medio del patrimonio affidato dai risparmiatori.

Le dinamiche appena descritte per il totale dei fondi si sono ripetute sostanzialmente per le varie categorie, pur con entità diverse. La categoria più importante è di gran lunga quella dei fondi aperti e Sicav il cui patrimonio aggregato a fine 2009 era pari a 175 miliardi di euro. Essi hanno chiuso l'esercizio con un risultato netto pari a 9,8 miliardi di euro, più che adeguato a compensare la raccolta netta negativa per 1,8 miliardi. Qui, per la prima volta dal 2004, si registra un incremento del patrimonio a fine anno (4,5%). Il livello di fine 2009 resta tuttavia inferiore del 60% al massimo storico toccato nel 1999. Le uniche categorie di fondi che hanno chiuso il 2009 in perdita sono state quelle dei fondi chiusi (99 milioni di euro) e dei fondi immobiliari (154 milioni di euro), ma nel loro insieme rappresentano solo il 5,5% del totale. Esse hanno peraltro registrato un volume sia pur limitato di sottoscrizioni nette, come pure i fondi riservati. Le categorie che hanno beneficiato del maggiore afflusso di nuovo risparmio sono state però quelle dei fondi pensione: i negoziali ed i fondi pensione aperti hanno toccato così il massimo storico del valore del patrimonio in gestione pari, rispettivamente, a 18,7 miliardi di euro e a 6,2 miliardi. I negoziali hanno anche conseguito un risultato positivo che ha più che recuperato la perdita dell'anno precedente (1.339 milioni contro - 855 milioni); meno soddisfacenti i fondi pensione aperti il cui risultato (585 milioni) è rimasto inferiore in valore assoluto alla perdita del 2008 (pari a 671 milioni). I fondi compresi nell'indagine equivalgono al 99,4% dei fondi vigilati dalla Covip i quali rappresentano i risparmi di 2,9 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 rispettivi fondi comuni armonizzati (OICVM¹), a fine 2009 l'industria mondiale dei fondi contava un patrimonio gestito pari a 15.931 miliardi di euro, un importo che non aveva ancora recuperato il livello pre-crisi (17.764 miliardi a fine 2007). Gli Stati Uniti contavano per il 53% del totale e l'Europa per il 34,5%. La quota della Cina sta crescendo, ma è ancora limitata (1,7% del totale mondiale), come pure quella dell'India (0,6%); quasi nulla la presenza della Russia, mentre il Brasile con il 3,4% del totale mondiale è il Paese di maggior rilievo tra i cosiddetti Brics ed occupa la sesta posizione. In questa graduatoria, escludendo Lussemburgo e Irlanda, l'Italia occupa la decima posizione, dopo Stati Uniti, Francia, Australia, Brasile, Regno Unito, Giappone, Canada, Cina e Germania. 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. Lussemburgo e Irlanda ospitano essenzialmente fondi *esterovestiti* (rispettivamente, 1.592 miliardi e 597 miliardi). Nel 2009 il patrimonio dei fondi italiani rapportato al PIL (compresi i non armonizzati) è stato pari al 16% contro la media europea del 60%. Limitandosi ai fondi aperti armonizzati, il rapporto è del 12,9% dopo aver toccato il massimo del 41,9% 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 e gli utili vengono tassati al momento del realizzo (e non della maturazione come in Italia); quella dei fondi irlandesi è assai più mediocre. Alla fine del 2009 questi fondi cosiddetti *roundtrip* costituivano il 45% del patrimonio dei fondi aperti seguiti da gestori italiani

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.

ed erano, per oltre i nove decimi, di diritto lussemburghese. Le maggiori società di gestione domiciliate in Lussemburgo appartengono ai gruppi UniCredit e Intesa Sanpaolo. I dati pubblicati dalla CSSF Commission de Surveillance du Secteur Financier (Lussemburgo) segnalano che a fine 2009 i gestori di tutto il mondo avevano domiciliato nel Granducato fondi il cui patrimonio aggregato totalizzava 1.841 miliardi di euro; quelli italiani coprivano l'8,5% del totale con 156 miliardi di euro, essendo preceduti da gestori di origine statunitense (21,1%), tedesca (19%), svizzera (15,9%) e britannica (11,9%). L'IFIA Irish Funds Industry Association dichiarava che a fine 2009 i patrimoni gestiti in Irlanda, comprendendo i non armonizzati, erano pari a 749,6 miliardi di euro. La ripartizione per nazionalità del gestore è fornita a fine 2008 e nel giugno 2009: i gestori locali contavano per il 2% e quelli italiani una percentuale di poco superiore; erano preceduti da britannici (46%) e statunitensi (39%).

Raccolta netta (Edizione 2010 carta, Tab. I, pagg. 2-5).

La raccolta netta dei fondi italiani aveva registrato saldi fortemente negativi dal 2004 al 2008. Per l'insieme indagato dall'Ufficio Studi, il deflusso in quel quinquennio è stato pari a 177,6 miliardi di euro, ma i soli fondi aperti e Sicav hanno quasi raggiunto i 210 miliardi. Nel 2009 il saldo tra sottoscrizioni e riscatti è stato ancora negativo, ma di soli 3,6 miliardi (1,8 miliardi per i fondi aperti).

Al di fuori degli aperti, i principali volumi di riscatti hanno interessato i fondi speculativi (5,3 miliardi che si sono aggiunti agli 8,4 miliardi dell'anno prima) ed i fondi di fondi (2,7 miliardi aggiunti agli 11,9 miliardi del 2008). Le altre categorie hanno presentato invece un saldo positivo di nuove sottoscrizioni per 4,9 miliardi, per i nove decimi nei fondi pensione.

I dati diffusi dall'associazione italiana dei gestori per l'intera industria indicano nel 2009 una raccolta ancora negativa di 683 milioni. Il dato rappresenta il saldo tra i riscatti netti dai fondi dei gestori italiani (4,7 miliardi di euro) e le sottoscrizioni nette a beneficio dei fondi dei gestori esteri (4 miliardi circa). Il dato dei gestori italiani è costituito a sua volta da un forte flusso di riscatti dai fondi di diritto italiano, che in queste statistiche comprendono gli speculativi e i fondi di fondi (12,7 miliardi), e un altrettanto cospicuo afflusso, ma inferiore di importo, verso i *roundtrip* (8 miliardi circa).

In Europa l'industria dei fondi ha beneficiato di un'inversione di segno nei flussi di raccolta a partire dall'aprile 2009. Nell'insieme dei 12 mesi, le nuove sottoscrizioni hanno superato i riscatti di 123 miliardi di euro, contro i deflussi netti di 356 miliardi nel 2008. Secondo l'EFAMA le dinamiche sono state favorite dai bassi tassi a breve, dai bassi corsi delle azioni, dall'ampia liquidità e da operazioni di investitori asiatici. Solo tre Paesi hanno subito ancora importanti deflussi netti; i dati per i soli fondi armonizzati (UCITS) sono i seguenti: Spagna -11,7 miliardi, Italia -8,2 miliardi e Austria -4,2 miliardi. Per contro, gli afflussi più consistenti hanno riguardato i fondi lussemburghesi (66 miliardi di cui 35 negli azionari), britannici (33 miliardi), tedeschi francesi e svedesi (8 miliardi ciascuno).

Nel primo semestre 2010, secondo le statistiche ufficiali disponibili, vi è stato un nuovo deflusso dai fondi aperti di diritto italiano con riscatti netti pari a 10,2 miliardi di euro. Parallelamente, i fondi *roundtrip* promossi da gestori italiani hanno segnato un volume di sottoscrizioni nette pari a 7,3 miliardi. La *performance* dei fondi di diritto italiano nei sei mesi può essere stimata praticamente nulla. Il segno negativo della raccolta è attribuibile ai fondi di liquidità; non è disponibile il dato per i soli fondi di diritto italiano; sommati agli esteri essi hanno subito deflussi pari a 13,7 miliardi di euro. Sempre riferendosi alla somma dei fondi aperti di diritto italiano ed estero, i principali volumi di sottoscrizioni hanno riguardato gli obbligazionari flessibili e, negli azionari, quelli specializzati nei paesi emergenti.

Nei primi cinque mesi del 2010 i fondi europei armonizzati hanno registrato una raccolta netta positiva pari a 49 miliardi di euro quale saldo tra i 109 miliardi di sottoscrizioni nette nei fondi a lungo termine (tra cui gli obbligazionari per 56 miliardi) e i 59 miliardi di riscatti netti nei fondi di liquidità. I dati per singolo paese sono disponibili solo per il primo trimestre dell'anno che si è chiuso con una raccolta netta quasi nulla (451 milioni di euro). In tale periodo spiccano i fondi francesi che hanno subito forti riscatti netti (27,7 miliardi di euro) – soprattutto per effetto dello smobilizzo dei fondi di liquidità pari a 34,8 miliardi –, a fronte di importanti sottoscrizioni nette nei fondi lussemburghesi (13,6 miliardi, al netto di riscatti netti di fondi di liquidità per 18 miliardi), britannici (7,4 miliardi) e svedesi (5,2 miliardi).

Risultato netto e rendimento

(Edizione 2010 carta, Tab. I, pagg. 2-6, Tab IV, pagg. 88-99, Tabella su internet file *Dati e indici*).

Nel 2009 i 1012 fondi italiani censiti in questa indagine hanno chiuso i loro bilanci con un utile netto di 13 miliardi di euro a fronte della perdita di 89,2 miliardi contabilizzata l'anno precedente. I dati per i soli fondi aperti sono rispettivamente 9,8 miliardi di euro di utili nel 2009 contro 15,2 miliardi di perdite nel 2008. Il recupero sull'anno precedente, che era stato influenzato fortemente dalla crisi finanziaria, è stato dunque parziale; a livello complessivo il risultato del 2009 è stato pari a poco più della metà delle perdite dell'anno prima. Il bilancio di lungo periodo resta negativo: negli anni 2000 i fondi aperti hanno segnato utili per 63,4 miliardi di euro (nel quinquennio 2003-2007 e nel 2009), sopraffatti da 78,4 miliardi di perdite (nel triennio 2000-02 e nel 2008). Il cumulo dei risultati è pertanto ancora passivo di circa 15 miliardi di euro.

L'utile del 2009 per il complesso dei fondi, 13 miliardi di euro, deriva dal saldo di queste componenti: i) le plusvalenze sul portafoglio che hanno inciso per 12,8 miliardi (di cui 5,3 miliardi di utili su negoziazioni e 7,5 miliardi di riprese di valore); ii) gli oneri di gestione addebitati per 2,7 miliardi di euro (16% in meno rispetto all'anno precedente); tra i ricavi, iii) il complesso di cedole, dividendi e altri proventi degli investimenti è stato pari a 5,8 miliardi ed è diminuito del 29% (rispetto agli 8,1 miliardi del 2008), mentre iv) il saldo degli oneri tributari è tornato negativo per 2,1 miliardi di euro (a fronte di 3,1 miliardi di crediti di imposte nei precedenti 12 mesi). Resta un saldo altri proventi e oneri negativo per 758 milioni.

Nel 2009 il rendimento medio dell'insieme dei 1012 fondi è stato pari al 5,9%². I fondi aperti hanno segnato il 6,1%. Il rendimento peggiore è stato quello fondi chiusi (-11,6%), seguiti dai fondi immobiliari (-1,3%); in territorio positivo e al di sopra della media i fondi azionari (25,3%), che hanno recuperato in parte la forte perdita del 2008, ed i fondi pensione aperti (11,3%), anch'essi in parziale recupero; i fondi pensione negoziali hanno segnato un tasso dell'8,5%, uguale a quello dei fondi bilanciati; gli speculativi hanno registrato un rendimento del 7,3%. Circa i fondi pensione, fatto 100 l'anno 2000, i fondi pensione negoziali hanno chiuso il 2009 cumulando un rendimento del 23,4%, inferiore alla rivalutazione del TFR, pari al 26,8%; i fondi pensione aperti invece registrano ancora una perdita cumulata dell'1,7%³. Se il calcolo si riferisce solo all'ultimo quinquennio, il rendimento dei negoziali risulta superiore alla rivalutazione del TFR (15,8% contro 13,5%), ma la differenza in termini di tasso annuo (3,4% contro 3%) non sembra ancora tale da giustificare il maggiore rischio.

La crisi finanziaria del 2007-2008 aveva interessato tutti i mercati incidendo in misura rilevante sulle *performance* dei fondi. E' quindi significativo valutare la misura del recupero realizzato a tutto il 2009, recupero che in nessun caso è stato totale. Per una corretta comparazione, è stato costruito un indice con base 2007=100, misurando i valori assoluti rapportati ai patrimoni di inizio anno; i valori a fine 2009 superavano quota 95 (quindi con un saldo perdite da recuperare pari al massimo al 5%) per Regno Unito, Francia, Germania e Italia; per il nostro Paese il recupero è il più elevato (98,5) e non appare troppo distante da quello dei fondi del Regno Unito (97,2). La contrapposizione dei due sistemi è di qualche interesse a causa del diverso peso dell'azionario, assai consistente nei fondi britannici (oltre il 60% del patrimonio) e invece molto contenuto in quelli italiani (14%). I livelli di *performance* sono ancora insoddisfacenti per i fondi statunitensi e lussemburghesi che chiudono il 2009, rispettivamente, a quota 87 ed 89 (sempre ponendo il 2007 pari a 100).

² Il rendimento è calcolato come rapporto tra il risultato netto e la media mensile del patrimonio netto escluso lo stesso risultato. I dati del 2008 e del 2009 sono stati ottenuti 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.

³ Queste considerazioni riguardano l'efficienza dello strumento il cui giudizio non può essere mitigato dal fatto che il risparmiatore gode di benefici fiscali oltre all'opportunità di fruire di contributi addizionali versati dai datori di lavoro.

Sulla base dei dati disponibili, è possibile valutare che i fondi armonizzati europei abbiano chiuso i primi tre mesi del 2010 con utili valutabili intorno al 5% del patrimonio netto cui hanno contribuito principalmente i fondi lussemburghesi, francesi e britannici.

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

Includendo il 2009, il rendimento dei fondi nel medio-lungo termine 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 sia negli ultimi cinque anni (quasi un punto all'anno in meno), sia negli ultimi 10 (tre punti all'anno in meno, con una perdita in conto capitale del 33,4%). Relativamente ai soli fondi azionari, il cui rendimento 2009 si è collocato quasi al livello delle borse internazionali, il rendimento medio annuo nell'ultimo quinquennio è rimasto praticamente nullo, mentre nella lunghezza decennale è emersa una perdita del 5,6% medio annuo, nettamente superiore a quella dei mercati; qui la perdita in conto capitale varia tra un minimo del 12% e un massimo del 43%.

L'efficienza dell'industria dei fondi va valutata anche ai fini dell'apporto di ricchezza all'economia del Paese. Qui il giudizio deve basarsi su *benchmark* di sistema poiché quelli scelti dai singoli fondi (che saranno oggetto di una successiva analisi) 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 non è perfetto. Una stima basata sul confronto tra il rendimento reso agli investitori dall'insieme dei fondi ed il tasso degli impieghi *risk free* approssimato dal rendimento dei BOT annuali, mette in evidenza una forte distruzione di valore; negli ultimi 10 anni essa si può valutare in oltre 120 miliardi di euro, che salgono ad oltre 150 miliardi contando il premio al rischio sulla quota investita in azioni⁴.

E' molto difficile confrontare i risultati della nostra industria dei fondi con quella degli altri principali Paesi. Come ricordato nelle precedenti edizioni di questa indagine, 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. Vi è anche il problema della diversa trasparenza delle associazioni di categoria (ad esempio, di quella irlandese). I dati disponibili sui fondi dei principali Paesi consentono di stimare la *performance* cumulata degli ultimi 5 anni (2005-2009) che, tenuto conto dei recuperi reddituali dell'ultimo anno, è sempre positiva. In rapporto al patrimonio di fine 2004, aumentato della raccolta del quinquennio (opportunamente proporzionata), la *performance* più elevata è segnata dai fondi britannici (49% per il quinquennio), seguiti da francesi (14% circa), tedeschi (10% circa) e italiani (9% circa); i minimi riguardano lussemburghesi (5%) e statunitensi (2,5%). 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 di lungo periodo degli impieghi *risk free* (stimabile nel periodo 2005-2009 in oltre il 20% netto (ovvero a circa il 4% medio annuo), l'unico esempio positivo resterebbe quello dell'industria britannica, caratterizzata come detto da un'elevata quota di impieghi azionari, diretti per oltre la metà su società domestiche.

Composizione del portafoglio (Edizione 2010 carta, Tab. II, pag. 20-21 totale fondi).

A fine 2009 il patrimonio dei 1012 fondi italiani era ancora costituito per il 63% circa da titoli di Stato e obbligazioni. L'incidenza delle azioni è salita dal 10,8% al 14,1% (+3,3 punti) a scapito delle quote di fondi, ridimensionate dall'11% all'8,6% (-2,4 punti). Mentre l'espansione della quota azionaria è derivata principalmente dalla rivalutazione dei corsi di borsa, la flessione della quota

⁴ *Risk premium* sulla quota azionaria supposto pari a 3,5 punti.

investita in fondi è derivata dalla gestione dei fondi speculativi i quali hanno smobilizzato buona parte del loro portafoglio sia nel 2008 che nel 2009; l'incidenza dei loro possessi sull'aggregato complessivo del patrimonio di tutti i fondi è passata dall'8,5% nel 2007 al 6,4% nel 2008 al 3,9% nel 2009. L'impiego in titoli di Stato e obbligazioni è sempre più elevato nei fondi comuni aperti dove raggiunge il 72,5%, quasi alla pari con i fondi pensione negoziali (72,1%). Le strutture di portafoglio più aggressive sono evidenziate dai fondi chiusi (impieghi in azioni pari al 68,9% dell'intero portafoglio) e dai fondi pensione aperti (quota azionaria pari al 24,3% e impieghi in altri fondi al 22,1%).

I fondi italiani si distinguono nel mondo per la bassa incidenza dell'impiego azionario. Secondo i dati ICI a fine 2009, 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 il 12,3% del totale). La media europea era del 30%, quella degli Stati Uniti del 45%, quella del Giappone dell'82% e quella della Cina del 57%. In Europa i Paesi più esposti sull'azionario erano la Svezia (68,5% del totale), il Regno Unito (63%) e la Germania (46%); Spagna e Svizzera erano poco sotto la media (entrambe al 27%) come pure la Francia (26%). L'Italia risultava tuttavia avere una presenza di fondi bilanciati relativamente elevata (22,5% contro la media europea del 15%); sommandoli ai fondi azionari, il divario rispetto alla media si riduceva ad 8 punti percentuali.

Rotazione

(Edizione 2010 carta, Tab. V, pagg. 100-111).

Nel 2009 l'indice di *turnover* è decisamente migliorato, passando da 1,8 a 1,2 volte per i titoli di Stato e le obbligazioni, da 2,4 a 1,4 volte per le azioni e da 1,7 a 1,2 volte per le quote di fondi. Si tratta di livelli peraltro ancora elevati ed anomali nel contesto internazionale. Il rigiro del portafoglio azionario avviene mediamente ogni 8 mesi e mezzo, quello dei titoli di Stato e obbligazioni ogni 10 mesi; si tratta di indici che segnalano visioni di brevissimo periodo se raffrontati, ad esempio, alla media americana, pari a poco meno di 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 americani, è stato pari nel 2009 mediamente a 0,64 volte (leggermente superiore alla media del periodo 1974-2009 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 addebitate ai risparmiatori nel 2009 è stato pari a 2,7 miliardi di euro contro i 3,3 miliardi nel 2008; la diminuzione segue quella del patrimonio gestito, ma è meno che proporzionale poiché in termini percentuali si è passati dall'1% all'1,1% negli obbligazionari, dal 2,2% al 2,7% negli azionari e dall'1,7% all'1,8% nei bilanciati. Per un curioso effetto di arrotondamenti la media generale è rimasta pari all'1,2%. Da segnalare la presenza di commissioni d'incentivo le quali, tenuto conto del forte ridimensionamento dell'industria negli ultimi anni, hanno toccato un massimo con lo 0,13%, ovvero lo 0,38% sugli azionari. Esse sono da ritenere originate prevalentemente dal recupero dei rendimenti dopo la forte caduta nel 2008 a seguito della crisi borsistica.

Il raffronto con l'industria finanziaria americana mette in evidenza che i fondi italiani sono sempre molto costosi. I costi medi dei fondi statunitensi nel 2009 (dati ICI) sono stati pari allo 0,99% negli azionari (0,99% nel 2008, 1,28% nel 2000, 1,98% nel 1990) e allo 0,75% negli obbligazionari (0,75% nel 2008, 1,03% nel 2000, 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 (2,7% gli azionari, 1,1% gli obbligazionari) riguardano solo gli oneri addebitati ai fondi 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. Ciò nonostante, il costo di gestione corrente dei fondi italiani appare almeno doppio⁵.

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

[In corso di elaborazione]

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

[In corso di elaborazione]

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

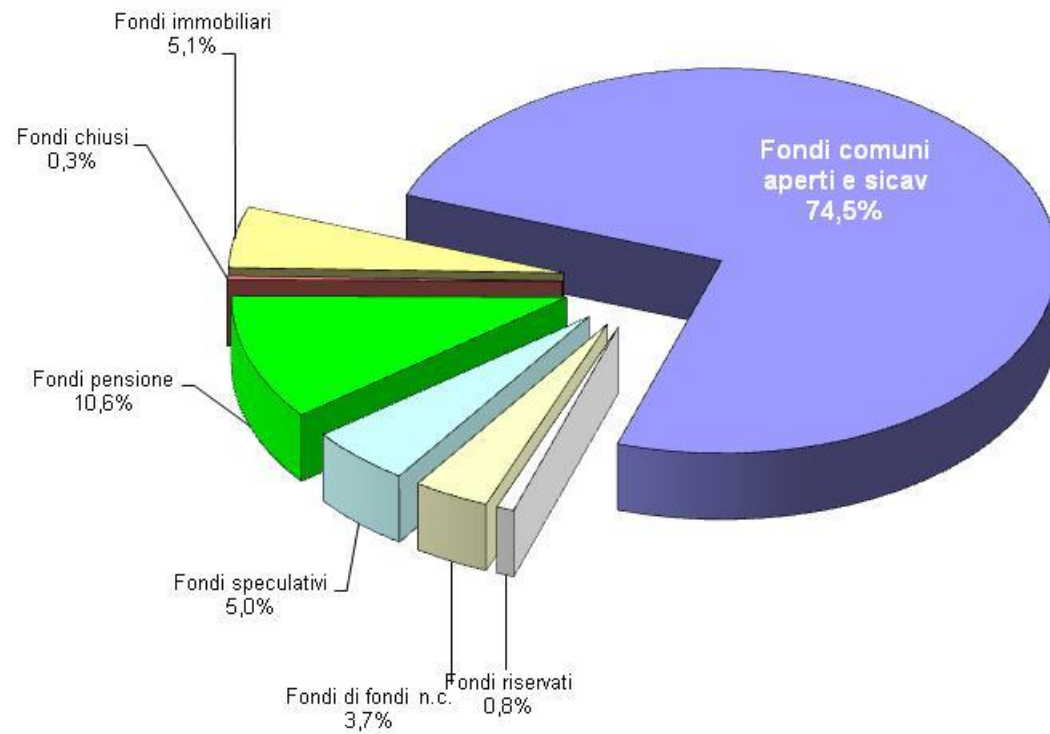
[In corso di elaborazione]

⁵ La Banca d'Italia pubblica nella sua *Relazione annuale* il costo complessivo delle commissioni, valutandolo nel 2009 all'1,9%; nei fondi azionari si sale al 2,6%, nei bilanciati all'1,8%, negli obbligazionari all'1,2% e nei monetari allo 0,6%.

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

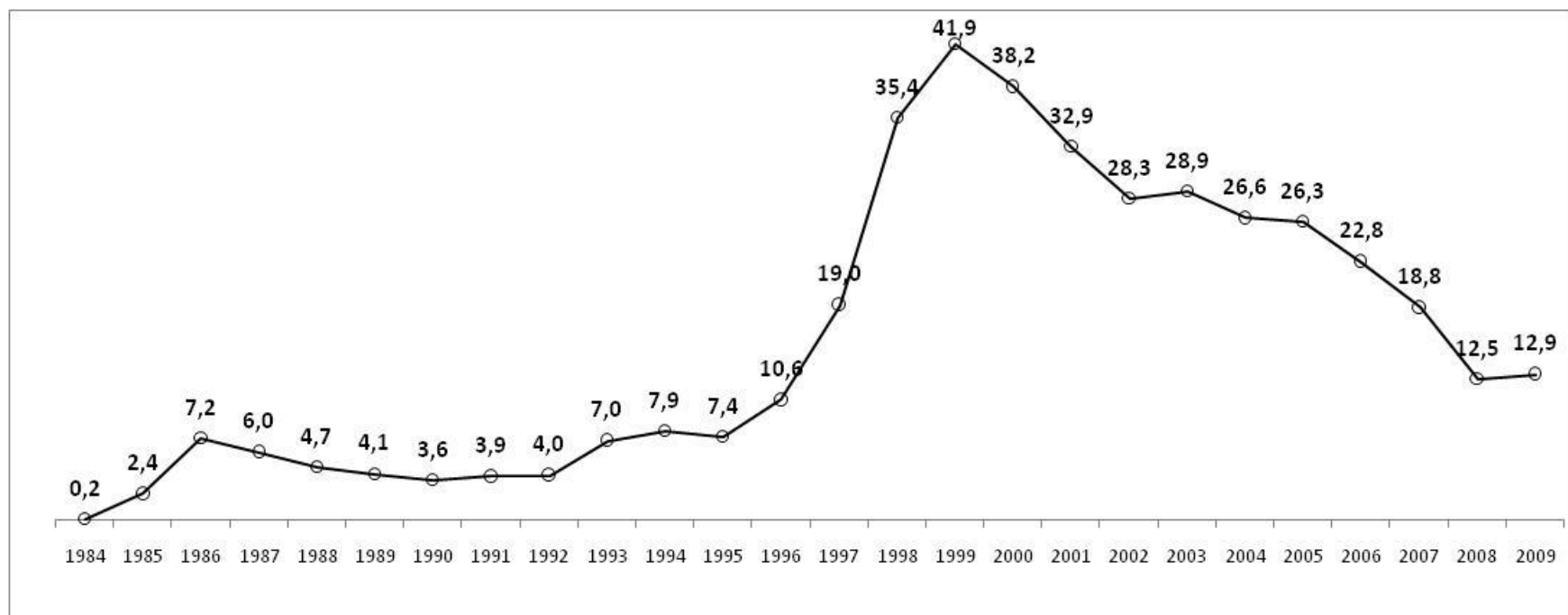
	Nel 2009	Ultimi 5 anni Dal 2004 al 2009		Ultimi 10 anni Dal 1999 al 2009		Dalla nascita - 26 anni Dal 1984 al 2009	
	%	Var. %	% media annua	Var. %	% media annua	Var. % assoluta	% media annua
Tutti i Fondi	6,1	9,0	2,2	-2,0	-0,2	348,6	5,9
BOT a 12 mesi	2,3	13,9	3,1	31,4	2,8	440,4	6,7
<i>Differenza</i>	3,8	-4,9	-0,9	-33,4	-3,0	-91,8	-0,8
						Ultimi 20 anni Dal 1989 al 2009	
Fondi azionari	25,3	-0,8	-0,2	-43,7	-5,6	58,3	2,3
<i>Indice MIB/MB total return</i>	19,9	-3,7	-0,3	-0,6	-0,1	153,4	4,8
<i>indice MSCI World in €</i>	25,6	4,3	1,3	-32,1	-3,8	204,0	5,7

Graf. 1 – Patrimonio netto dei fondi italiani a fine 2009



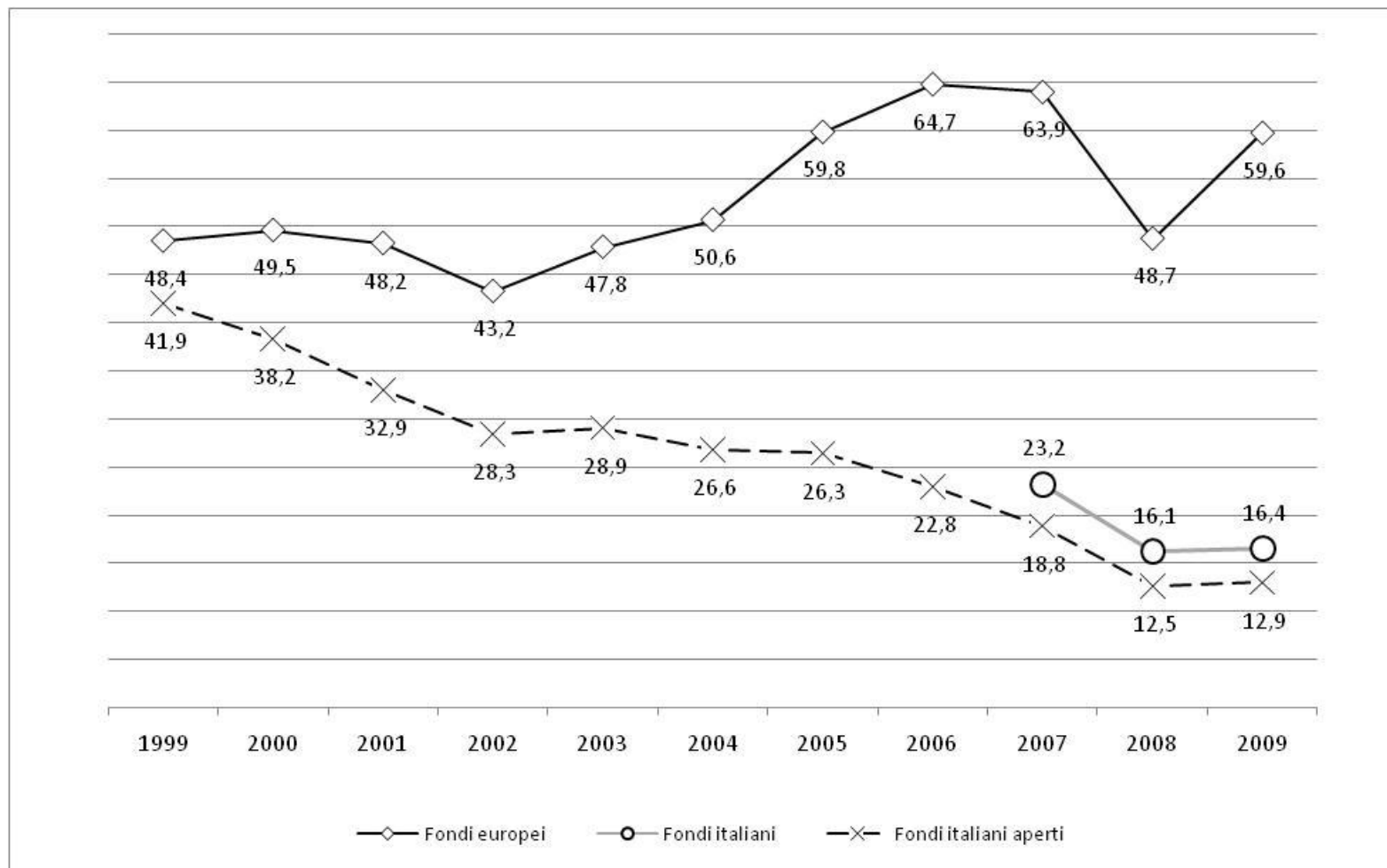
Graf. 2 – Italia: patrimonio netto dei fondi di diritto italiano in % del PIL

Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni

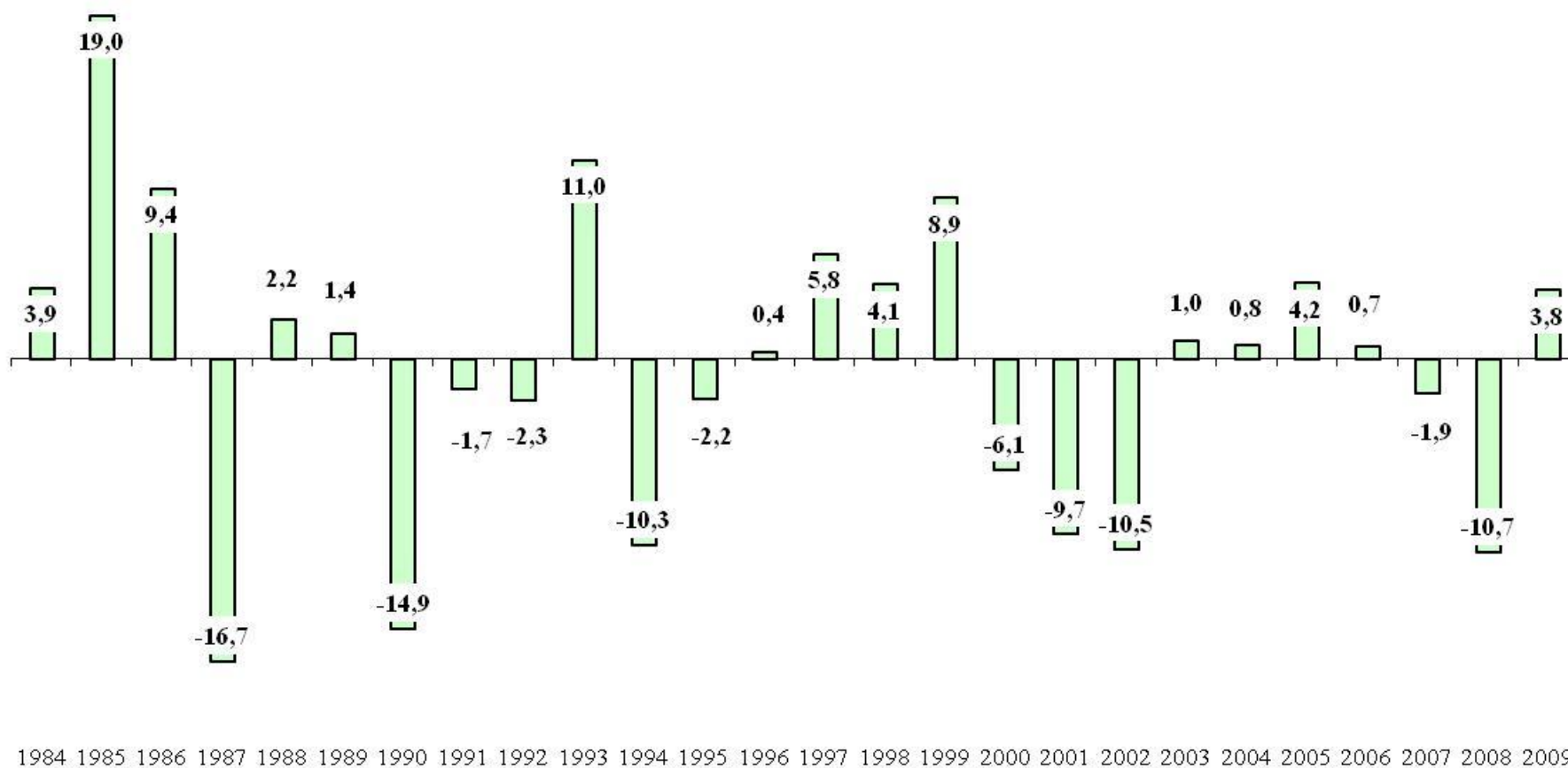


Graf. 3 – Europa ed Italia: patrimonio netto dei fondi comuni in % del PIL

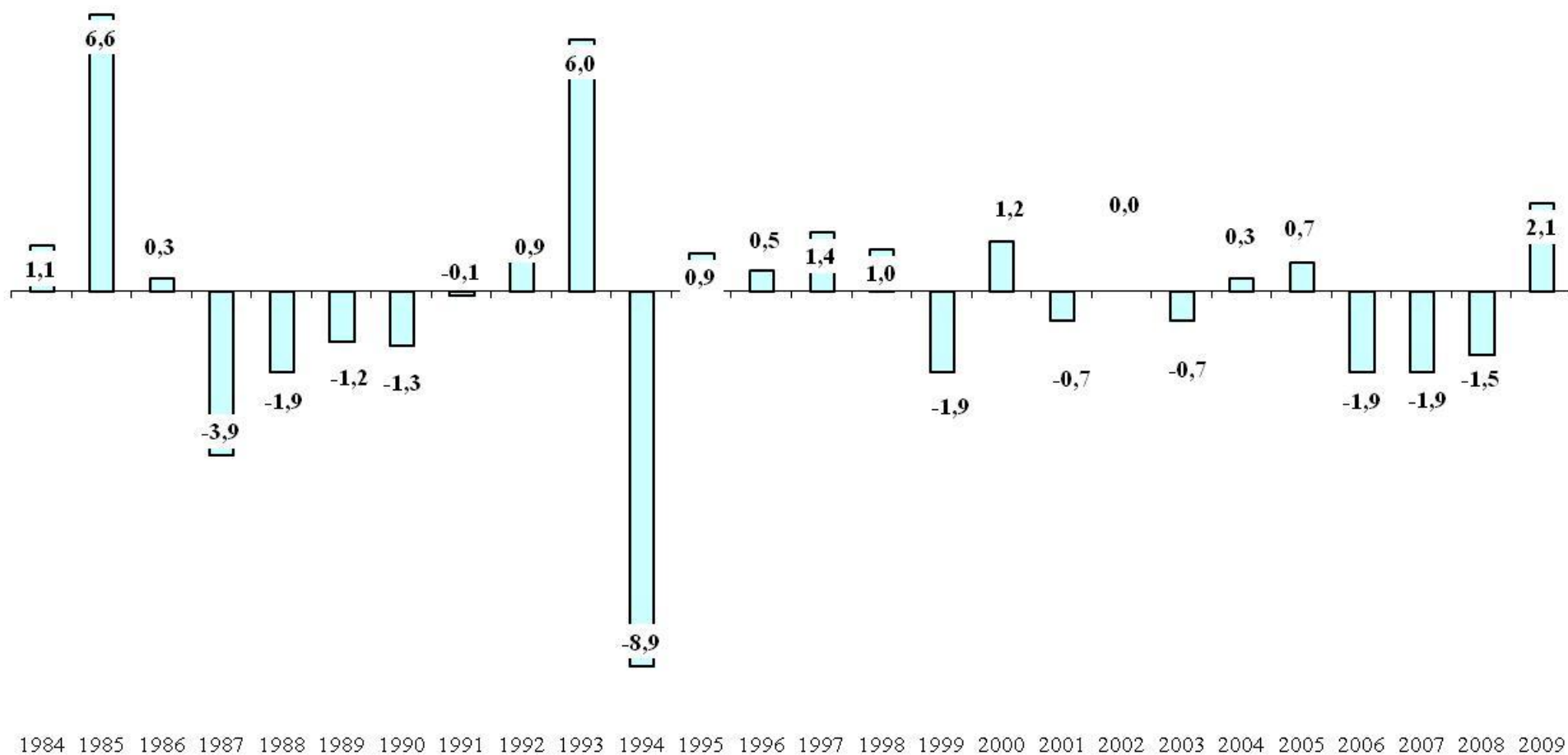
Fonte: elaborazioni su dati EFAMA ed Assogestioni



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)**

