

UFFICIO STUDI MEDIUMBANCA  
**INDAGINE SUI FONDI E SICAV ITALIANI**  
(1984-2011)

4 agosto 2012

L'indagine è giunta alla XXI edizione. Essa comprende un'opera su carta e materiali pubblicati su internet all'indirizzo [www.mbres.it](http://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 (quest'ultimo, a sua volta, esposto come somma di utili e perdite da negoziazione, svalutazione e rivalutazione del portafoglio, oneri di gestione, imposte, proventi da investimenti e altri costi e ricavi);
- quattro tabelle di *dettagli* (Tabb. da II a V);
- la Tab. I riporta in calce un *indicatore di rendimento netto* calcolato come rapporto percentuale tra il risultato dell'esercizio e il patrimonio netto che i gestori hanno avuto mediamente a disposizione nel corso dell'anno (l'andamento temporale, confrontato con analoghi indicatori tratti da altre fonti, è riportato nel Graf. 6 qui allegato); dal 2011 esso è determinato ponderando le variazioni dei valori delle quote - valutate, per i fondi delle categorie interessate, nell'ipotesi di tassazione al 12,5% per il secondo semestre - per il patrimonio netto medio in gestione;
- 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](http://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* (aggiornamento in corso di elaborazione);
- informazioni sull'*asset allocation* (aggiornamento in corso di elaborazione);
- dati di dettaglio sugli *oneri di negoziazione* evidenziati nei rendiconti (aggiornamento in corso di elaborazione);
- FAQ e recensioni di articoli e ricerche;
- dati di dettaglio sui singoli fondi (Tab. VI).

L'EDIZIONE 2011  
956 fondi di diritto italiano

Questa edizione considera 956 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 97% nelle altre categorie - eccetto chiusi e immobiliari -. Rispetto all'edizione precedente sono stati rilevati 49 fondi in più, tenuto conto di 69 fondi incorporati o liquidati e di 27 fondi per i quali il rendiconto non è stato reso disponibile.

*Sintesi*

- **Prevalgono sempre i riscatti:** i fondi italiani continuano a subire riscatti il cui volume supera di molto le nuove sottoscrizioni. Nel 2011 si è trattato di circa 27 miliardi di euro; nel complesso il patrimonio a fine 2011 ha segnato il minimo dal 1998. Il ridimensionamento dell'industria, tredicesima nel contesto internazionale, si traduce in un'incidenza dei patrimoni gestiti sul PIL pari all'8% contro il 42% nel 1999; l'Italia appare in forte controtendenza rispetto all'Europa dove l'incidenza nello stesso periodo è salita dal 48% al 63%.
- **Risultato negativo di gestione:** nel 2011 i fondi hanno chiuso i loro conti con una perdita al lordo delle imposte di 5,5 miliardi di euro (su un patrimonio da gestire che ad inizio anno era pari a 221 miliardi), più che dimezzato rispetto all'anno precedente. Il rendimento netto medio del patrimonio è stato pari al -2,2%: la forte caduta dei fondi azionari (-11,1%) è stata in parte attenuata dal risultato meno negativo dei fondi obbligazionari (-0,7%) e mitigata dall'andamento positivo dei fondi di liquidità (+0,8%).
- **Modalità di gestione:** i costi di gestione sono fermi all'1,2% del patrimonio con la punta del 2,2% nel comparto azionario (quasi tre volte rispetto ai fondi USA). Anche la **rotazione** del portafoglio (8 mesi) si è confermata elevata, specie 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 sono ancora insoddisfacenti; chi avesse investito in tutti i fondi italiani negli ultimi 28 anni avrebbe subito, rispetto ad un impiego annuale in BOT a 12 mesi, una perdita di oltre una volta il patrimonio iniziale (aumentato nel periodo di sole 3,5 volte contro le 4,6 dei BOT). Sulla base del tasso *risk free*, il frutto dei fondi aperti mette in evidenza una distruzione di valore pari a circa 90 miliardi di euro nell'ultimo decennio.
- **Nel 2012:** secondo le statistiche ufficiali disponibili, nel primo trimestre 2012 vi è stato un nuovo importante deflusso dai fondi aperti di diritto italiano con riscatti netti pari a 5,4 miliardi di euro nei fondi di diritto italiano. I fondi *roundtrip* (promossi all'estero da gestori italiani) hanno segnato un volume di sottoscrizioni nette pari a 1,9 miliardi. La *performance* nei tre mesi è valutabile nell'ordine del 3,5%.

**Patrimonio complessivo  
(Edizione 2012 carta, Tab. I, pagg. 2-5).**

I 956 fondi indagati dall'Ufficio Studi contavano alla fine del 2011 un patrimonio aggregato pari a 188 miliardi di euro, dei quali 123 miliardi relativi a fondi aperti e SICAV (Graf. 1).

Come per il 2010 si è verificata una flessione attribuibile prevalentemente al volume di riscatti, che ha superato quello delle nuove sottoscrizioni di 27,1 miliardi.

Il risultato al lordo delle imposte è stato pari a 5,5 miliardi di euro dopo aver contabilizzato -7,7 miliardi circa di perdite nette sul portafoglio, costituite all'incirca per metà da decrementi di valore originate dalla flessione dei prezzi sui mercati finanziari. Dopo un anno di stabilità, gli oneri di gestione hanno ripreso a diminuire (2,4 miliardi di euro contro i 2,8 del 2010).

Quanto alle singole categorie, quella più importante dei fondi aperti e Sicav ha subito un calo di patrimonio del 21%.

Essi hanno chiuso l'esercizio con un risultato al lordo delle imposte negativo per 4 miliardi di euro, cui si sono aggiunti i riscatti netti (approfonditi nel paragrafo a seguire); gli oneri di gestione qui sono diminuiti del 16%.

In rosso il risultato lordo di imposte anche per le altre categorie di fondi (fatti salvi i chiusi), essenzialmente come riflesso del saldo negativo utili-perdite su titoli - per vendite e rimborsi o da valutazione -.

La contrazione del patrimonio gestito è stata accompagnata da una flessione degli oneri di gestione; dinamica inversa nel caso di espansione dell'attivo netto, con i fondi pensione negoziali in controtendenza (-7% di oneri contro un incremento del 13% nel patrimonio).

Secondo la classifica mondiale, 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 (OICVM<sup>1</sup>), a fine 2011 l'industria mondiale dei fondi contava un patrimonio gestito pari a 18.378 miliardi di euro, un importo che superava del 3,5% i 17.752 miliardi dell'anno pre-crisi 2007.

Gli Stati Uniti rafforzano il primo posto passando dal 48% al 49% del totale; dal canto suo l'Europa perde 1,6 punti percentuali passando al 30%, risentendo in particolare dell'arretramento di Francia (-0,7 punti) e Lussemburgo (-0,6).

Mentre l'Australia toglie alla Francia la seconda piazza (6,1%), il Canada è l'unico paese oltre gli USA (e all'Irlanda, +0,4%) a rafforzare in misura rilevante la propria quota (+0,6% sull'attivo gestito mondiale), scavalcando il Giappone.

In Asia i valori più importanti dal Giappone (3%). La Cina è sempre poco rilevante (1,4% del totale) e per giunta non ha ancora recuperato il livello pre-crisi - dal quale dista ancora di oltre il 20% -.

Tra gli emergenti il paese più importante è il Brasile che ha ormai superato stabilmente il Regno Unito e incide per il 4% sul totale mondiale.

---

<sup>1</sup> 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.

Escludendo Lussemburgo e Irlanda, l'Italia scivola in tredicesima posizione superata anche dalla Spagna – veniva già dopo Stati Uniti, Australia, Francia, Brasile, Regno Unito, Canada, Giappone, Cina, Germania, Svizzera e Corea – e tallonata dalla Svezia.

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 al 4° posto. Lussemburgo e Irlanda ospitano essenzialmente fondi *esterovestiti* (rispettivamente, 1.760 miliardi e 820 miliardi).

Nel 2011 il patrimonio dei fondi italiani rapportato al PIL (compresi i non armonizzati) è stato pari al 12% contro la media europea del 63%.

Limitandosi ai fondi aperti armonizzati, il rapporto è dell'8,3% dopo aver toccato il massimo del 42,2% nel 1999 (Graff. 2 e 3).

I gestori italiani hanno favorito lo spostamento all'estero – principalmente in Lussemburgo – di una quota significativa dei patrimoni in gestione.

La trasparenza nel Granducato è inferiore a quella in Italia; quella dei fondi irlandesi è assai più mediocre.

Questi fondi sono chiamati *roundtrip* e alla fine del 2011 costituivano il 52% del patrimonio dei fondi aperti seguiti da gestori italiani. Per oltre i nove decimi, erano di diritto lussemburghese.

I dati pubblicati dalla CSSF - Commission de Surveillance du Secteur Financier (Lussemburgo) segnalano che a fine 2011 i gestori di tutto il mondo avevano domiciliato nel Granducato fondi il cui patrimonio aggregato totalizzava 2.097 miliardi di euro, il 2% in più della consistenza di fine 2007; le provenienze più importanti erano, nell'ordine, gli Stati Uniti (24,1%), la Germania (16,6%), la Svizzera (15,2%) e il Regno Unito (12,7%); gli italiani passano al quinto posto scavalcando la Francia, coprendo il 7,9% del totale con 166 miliardi di euro.

Relativamente all'Irlanda, l'IFIA Irish Funds Industry Association dichiarava che a fine 2011 i patrimoni gestiti dei fondi domiciliati in quel paese, comprendendo i non armonizzati, erano pari a 1.055 miliardi di euro.

La ripartizione per nazionalità del gestore è approssimativa: il peso dei gestori locali era valutato al 2% e per quelli italiani si comunicava una percentuale di poco superiore; dominavano, rispettivamente, statunitensi (53%) e britannici (31%).

## **Raccolta netta**

**(Edizione 2012 carta, Tab. I, pagg. 2-5).**

La raccolta netta dei fondi italiani registra saldi fortemente negativi dal 2004.

L'insieme indagato dall'Ufficio Studi ha subito negli 8 anni sino al 2011 un deflusso pari a 228 miliardi di euro, ma i soli fondi aperti e Sicav hanno superato i 262 miliardi, cifra pari ad oltre due volte il patrimonio in essere a fine 2011. In quest'ultimo anno i riscatti hanno superato le sottoscrizioni di 27 miliardi (28,6 miliardi per i soli fondi aperti).

Al di fuori degli aperti, nel 2011 la raccolta netta è risultata in alcuni casi positiva, soprattutto - come nel 2010 - nella categoria dei fondi pensione: 3,9 miliardi di euro, per il 74% in quelli negoziali. Negativi invece i fondi riservati (378 milioni di euro), i fondi di fondi (collegati 944 milioni di euro, non collegati 1,2 miliardi di euro) e ancor più gli speculativi (1,8 miliardi).

In Europa l'industria dei fondi ha conosciuto nel 2011 un rallentamento negli afflussi di risparmio. La raccolta netta complessiva è stata pari a 12 miliardi di euro tra armonizzati e non armonizzati a fronte dei 335 del 2010; il patrimonio complessivo è rimasto sostanzialmente stabile (da 8 mila a 7.900 miliardi).

I flussi sono stati negativi non solo (33,2 miliardi) nel comparto dei fondi monetari (dove i riscatti prevalgono sulle sottoscrizioni sin dal secondo trimestre del 2009) ma ancor più negli azionari (58,6 miliardi) e, in misura comunque importante, negli obbligazionari (16,8 miliardi).

Per il complesso dei fondi armonizzati, i Paesi più colpiti da deflussi netti sono stati, nell'ordine, la Francia (90,9 miliardi), l'Italia (30,5 miliardi) e il Lussemburgo (23,7 miliardi).

Le più ingenti sottoscrizioni si sono invece verificate nei fondi irlandesi (61,6 miliardi), britannici (13,1 miliardi) e svizzeri (6,3 miliardi).

Nel primo trimestre 2012 i dati diffusi dall'associazione italiana dei gestori indicano per l'intera industria una nuova prevalenza dei riscatti sulle sottoscrizioni per 3,5 miliardi di euro; il saldo negativo dei fondi di diritto italiano (5,4 miliardi) è stato solo in parte compensato dalla variazione positiva dei fondi *roundtrip* (1,9 miliardi).

La parificazione del trattamento tributario a quello vigente per i fondi di diritto estero promossi in Italia (al momento del realizzo, in capo al quotista, anziché sul maturato, con addebito diretto sul fondo) pare aver sortito effetti quantomeno limitati: nei 9 mesi successivi all'entrata in vigore del nuovo sistema di prelievo (1° luglio 2011) i fondi di diritto italiano hanno cumulato deflussi netti per 25,1 miliardi con una *performance* intorno al -0,5% (contro i - 23,1 miliardi di raccolta netta del periodo 1-7-2010 / 31-3-2011, in cui la *performance* è valutabile al 2%).

Le variazioni negative hanno interessato l'insieme delle categorie, ad eccezione degli obbligazionari (+5,2 miliardi); hanno registrato i maggiori riscatti i fondi monetari (2,9 miliardi), flessibili (1,8 miliardi) e azionari (1,2 miliardi).

Nei primi tre mesi del 2012 per l'insieme dei paesi europei si sono verificati consistenti afflussi netti (91,3 miliardi di euro); a fare la parte del leone Irlanda (31,1 miliardi), Lussemburgo (29,1 miliardi) e Francia (24 miliardi), cui si aggiungono Svizzera e Regno Unito. A beneficiare delle sottoscrizioni nette i fondi obbligazionari (49,4 miliardi) e i monetari (21,9 miliardi), con le restanti categorie in positivo.

## **Risultato e rendimento**

**(Edizione 2012 carta, Tab. I, pagg. 2-6, Tab IV, pagg. 100-113, Tabella su internet file *Dati e indici*).**

Nel 2011 i 956 fondi italiani censiti in questa indagine hanno chiuso i loro bilanci con una perdita prima delle imposte di 5,5 miliardi di euro (6,2 miliardi di utile lordo del 2010).

I dati per i soli fondi aperti sono rispettivamente 4 miliardi di euro di perdite nel 2011 contro 3,8 miliardi di utili lordi nel 2010.

Dopo un 2010 in cui i titoli in portafoglio avevano proseguito il recupero dei valori di mercato successivo alla crisi finanziaria, il 2011 ha visto un nuovo deterioramento, con 7,7 miliardi complessivi di perdite su titoli.

L'utile del 2011 per il complesso dei fondi, pari a 5,5 miliardi, rappresenta il saldo delle seguenti partite: i) le già citate minusvalenze sul portafoglio (perdite su negoziazioni per 3,9 miliardi e da valutazione per 3,8 miliardi); ii) gli oneri di gestione addebitati per 2,4 miliardi di euro (in calo

rispetto ai 2,8 miliardi del 2010); tra i ricavi, iii) il complesso di cedole, dividendi e altri proventi degli investimenti è stato pari a 5,3 miliardi (stabile rispetto al 2010), mentre iv) il saldo altri proventi e oneri è stato negativo per 0,7 miliardi.

Nel 2011 il rendimento netto medio dell'insieme dei 956 fondi è stato pari al -2,2%<sup>2</sup>.

I fondi aperti hanno segnato il -2,4%: hanno contribuito particolarmente in negativo gli azionari (-11,1%), i flessibili (-3,3%) e i bilanciati (-3,2%), con gli obbligazionari a -0,7%.

Hanno registrato *performance* negative anche i fondi riservati (-2,2%), i fondi di fondi (collegati -1,8%, non collegati -4%), gli speculativi (-5,5%), i fondi pensione aperti (-2,3%) e gli immobiliari (-1,5%).

In positivo, seppur limitatamente, i soli fondi di liquidità (0,8%), i pensione negoziali (0,1%) e i fondi chiusi (1,4%).

Restando sui fondi pensione, fatto 100 l'anno 2000, quelli negoziali hanno chiuso il 2011 cumulando un rendimento del 27,1%, inferiore alla rivalutazione del TFR, pari al 34,8%. I fondi pensione aperti, che nel 2011 scendono nuovamente al di sotto dei livelli del 2007, rimangono fermi al capitale di partenza (+0,1% complessivo nel periodo undecennale), e in ognuno degli anni dal 2001 il loro rendimento cumulato rimane distante (almeno 14 punti in meno) rispetto a quello del TFR.<sup>3</sup>

Se il calcolo si riferisce solo all'ultimo quinquennio, la rivalutazione del TFR (14,6%) supera sia il rendimento dei fondi pensione aperti (in perdita per il 2,9%) sia quello dei negoziali (+7%) e non sembra quindi giustificare il maggiore rischio.

Sulla base dei dati disponibili, è possibile valutare che i fondi aperti italiani abbiano chiuso il primo trimestre 2012 con una *performance* del 3,5% circa.

A livello europeo, gli armonizzati hanno chiuso i primi tre mesi del 2012 con utili netti valutabili intorno al 4% del patrimonio netto.

I due terzi dei recuperi di valore sono venuti dai fondi lussemburghesi, britannici e francesi.

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

Nel 2011 il rendimento medio dei fondi considerati in quest'indagine è stato pari al -2,2%.

Visto in una prospettiva di lungo periodo, il rendimento permane insoddisfacente rispetto a quello degli impieghi alternativi (Tab. 1 in calce a questa nota).

Il confronto con il tasso *risk free* resta negativo sia che si considerino gli ultimi cinque anni (2,4 punti all'anno in meno) o gli ultimi 10 (1,6 punti all'anno in meno, con una perdita in conto capitale del 18,5%).

---

<sup>2</sup> Il rendimento è calcolato come rapporto tra il risultato netto e la media mensile del patrimonio netto escluso lo stesso risultato. A partire dal 2008 sono stati ottenuti come capitalizzazione dei rendimenti mensili; nel 2011 – causa indisponibilità dei dati mensili di patrimonio e raccolta netta per i fondi gestiti da alcune SGR del campione – sono stati determinati ponderando le variazioni dei valori delle quote (valutate nell'ipotesi di tassazione al 12,5% nel secondo semestre per gli OICR diversi dai fondi pensione e dai fondi immobiliari) per i patrimoni netti medi annui. Per un approfondimento delle questioni metodologiche si rinvia alla recensione *I problemi dei fondi comuni italiani*, pubblicata nel 2008 nel sito [www.mbres.it](http://www.mbres.it).

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

Chi avesse tenuto un portafoglio con tutti i fondi disponibili negli ultimi 28 anni avrebbe subito, rispetto ad un impiego annuale in BOT a 12 mesi, una perdita di patrimonio di oltre una volta il patrimonio iniziale – aumentato nel periodo di sole 3,5 volte contro le 4,6 dei BOT -.

Limitandosi ai fondi azionari, la *performance* 2011 è stata del -11,1%, inferiore a quella (-2,5%) delle borse internazionali - loro principale mercato di riferimento -, ma migliore della *performance*, negativa del 18,6%, della Borsa italiana.

Anche qui, la prospettiva di lungo periodo propone un quadro non favorevole. Negli ultimi 5 anni le perdite dei fondi azionari italiani sono state più pesanti di quelle della media delle borse internazionali, mentre sul decennio la *performance* negativa supera anche quella della Borsa italiana.

L'industria dei fondi continua a rappresentare un apporto distruttivo di ricchezza per l'economia del Paese.

In una prospettiva minima di 5 anni, si può calcolare un *deficit* di rendimento rispetto ad impieghi *risk-free* nell'ordine dei 33 miliardi di euro; in un contesto decennale la distruzione di ricchezza sale a circa 52 miliardi.

Ove si tenesse conto del premio al rischio per la componente azionaria, la distruzione di ricchezza dal 2002 al 2011 sarebbe nell'ordine dei 90 miliardi di euro, importo pari a sette decimi della consistenza dei fondi aperti alla fine dell'ultimo anno<sup>4</sup>.

Questi risultati rispecchiano le politiche di impiego liberamente scelte dai gestori (ed accettate dai risparmiatori i quali sono consigliati il più delle volte dai promotori e dalle banche<sup>5</sup>).

Il confronto sui *benchmark* scelti dai singoli fondi sarà oggetto di una successiva analisi.

Il confronto dei risultati dell'industria dei fondi nei principali Paesi è problematico.

Come ricordato nelle precedenti edizioni di questa indagine, la valutazione dei divari è complicata 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 aperti dei principali Paesi consentono di stimare la *performance* cumulata degli ultimi 5 anni (2007-2011).

Essa è negativa per la maggior parte dei principali paesi, che non hanno recuperato i livelli pre-crisi: fatto 100 il 2006, Stati Uniti, Germania, Spagna e Lussemburgo si attestano intorno a 95-96, la Francia ha chiuso a 97 e l'Italia a 98.

La migliore *performance* – unico positivo - in valuta locale è stato ottenuto dai fondi britannici; essa ha portato a 120 il patrimonio nel quinquennio chiuso a fine 2011, avvicinando il rendimento medio desumibile dai titoli pubblici *benchmark*.

Il motivo delle diverse *performance* sta nella quota del portafoglio costituita da azioni e nella capacità dei gestori di selezionare gli impieghi più adeguati.

A fronte di una media mondiale di quota azionaria pari nel 2011 al 41%, i fondi britannici esibiscono l'incidenza massima, pari al 59%, mentre quelli italiani sono al minimo del 15%.

Gli altri paesi sono a livelli intermedi.

---

<sup>4</sup> Questi calcoli presuppongono l'uso di *benchmark* di sistema, rappresentati dal tasso *free risk* sui titoli di stato (peraltro assai basso negli anni recenti). Su queste problematiche si rinvia al documento *I problemi dei fondi comuni italiani*, pubblicato nel sito internet [http://www.mbres.it/ita/mb\\_publicazioni/fondi.htm](http://www.mbres.it/ita/mb_publicazioni/fondi.htm). Il *risk premium* sulla quota azionaria è supposto pari a 6 punti, misura usata internazionalmente da accademici e investitori (rilevazioni di P. Fernández e J. Del Campo della IESE Business School, University of Navarra, marzo 2011).

<sup>5</sup> Secondo i dati della Banca d'Italia, a fine 2011 i gruppi bancari nazionali controllavano fondi aperti di diritto italiano cui faceva capo l'80% circa del patrimonio complessivo.

**Composizione del portafoglio  
(Edizione 2012 carta, Tab. II, pag. 22-23 totale fondi).**

Il patrimonio dei 956 fondi italiani era costituito da titoli per l'85,9% e da attività diverse nette per il residuo 14,1%.

Nei titoli figuravano titoli di Stato e obbligazioni per il 71,5%, azioni per il 16,9% e quote di altri fondi per l'11,6%.

Nei soli fondi aperti la quota dei titoli di Stato e delle obbligazioni era pari all'80,5%, mentre la quota degli altri fondi scendeva al 2,7%.

Per quest'ultimo tipo di impiego - caratterizzante le categorie dei fondi di fondi e di quelli speculativi; nei riservati è pressoché assente - l'incidenza sul patrimonio complessivo di tutti i 956 fondi è pari al 10%.

Le strutture di portafoglio più aggressive sono evidenziate dai fondi chiusi (impieghi in azioni pari al 73,8% dell'intero patrimonio) e dai fondi pensione aperti (quota azionaria pari al 20,7% e impieghi in altri fondi al 24,4%).

## **Rotazione**

**(Edizione 2012 carta, Tab. V, pagg. 114-127).**

Nel 2011 il *turnover* dei 956 fondi ha proseguito ad aumentare, raggiungendo 1,5 volte (erano 1,4 nel 2010 e 1,2 nel 2009) e pareggiando così il livello dell'anno pre-crisi 2007 (era 1,8 nel 2008).

Nel dettaglio, la rotazione è 1,5 volte per i titoli di Stato e le obbligazioni (1,4 nel 2009), 1,7 volte per le azioni (contro 1,6) e una volta per le quote di fondi (come l'anno precedente).

Si tratta sempre di livelli elevati ed anomali nel contesto internazionale.

Il rigiro del portafoglio azionario avviene mediamente ogni 7 mesi circa, quello dei titoli di Stato e obbligazioni ogni 8 mesi.

La gestione continua dunque ad avvenire su visioni di brevissimo periodo se raffrontate, 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 2011 mediamente a 0,52 volte (non distante dalla media del periodo 1974-2010 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 2011, pari a 2,4 miliardi di euro, non si è discostato da quello dell'anno precedente; l'incidenza media sul patrimonio gestito è rimasta invariata all'1,2%.

Le commissioni si riportano su valori analoghi a quelli dell'anno di crisi 2008. I costi addebitati agli azionari (2,2%) e ai bilanciati (1,6%) permangono elevati, con gli obbligazionari all'1% (dall'1,1% del 2010).

Il raffronto con l'industria finanziaria americana conferma ancora che i fondi italiani sono assai costosi.

Gli oneri medi dei fondi statunitensi nel 2011 (dati ICI) sono stati pari allo 0,79% negli azionari (0,83% nel 2010, 0,99% nel 2000 e nel 1990) e allo 0,62% negli obbligazionari (0,64% nel 2010, 0,76% nel 2000, 0,88% nel 1990), mentre i monetari sono intorno allo 0,21% (0,26% nel 2010).

Le rilevazioni ICI riportate nell'ultimo *Factbook* non comprendono, a differenza dei precedenti, le commissioni di vendita – trattenute dagli intermediari alla sottoscrizione delle nuove quote da parte dei risparmiatori –, riferendosi così alle medesime voci (oneri addebitati ai fondi dai gestori, gli unici deducibili dai rendiconti annuali) utilizzate negli indici di costo dell'Ufficio Studi di Mediobanca.

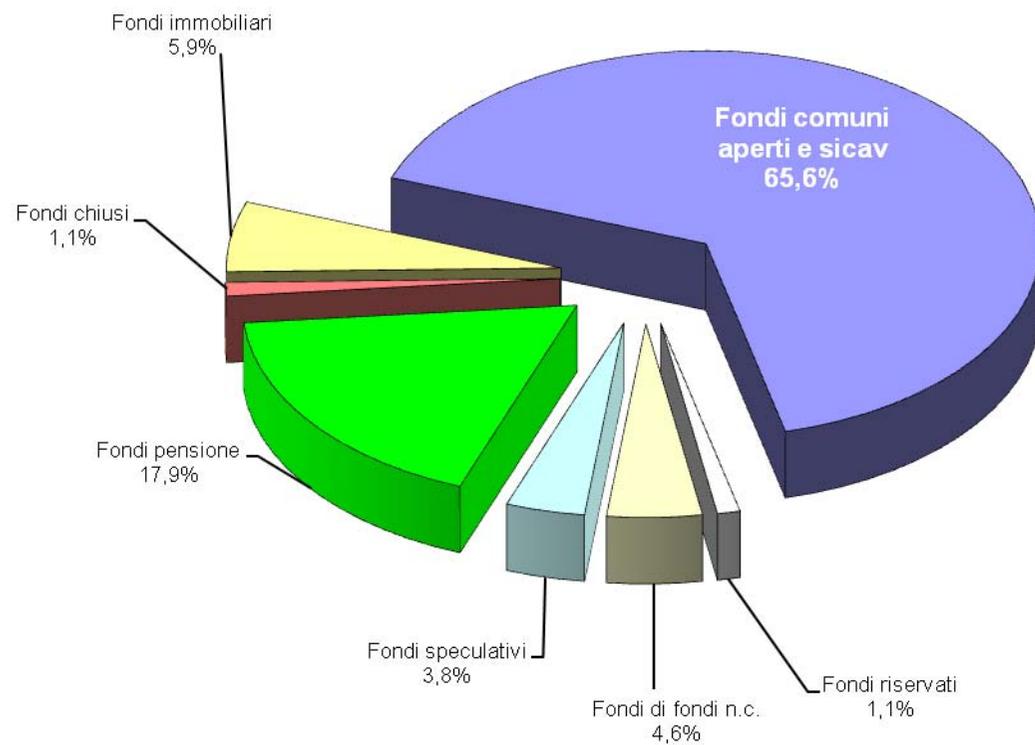
Sui fondi azionari gravano oneri quasi tripli, mentre gli obbligazionari costano in media il 70% circa in più<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> La Banca d'Italia pubblica nella sua *Relazione annuale* il costo complessivo delle commissioni, valutandolo nel 2011 all'1,7% (pari incidenza nel 2010, risultante del 2,4% per i fondi azionari, dell'1,8% dei bilanciati, dell'1,1% per gli obbligazionari e dello 0,5% dei monetari).

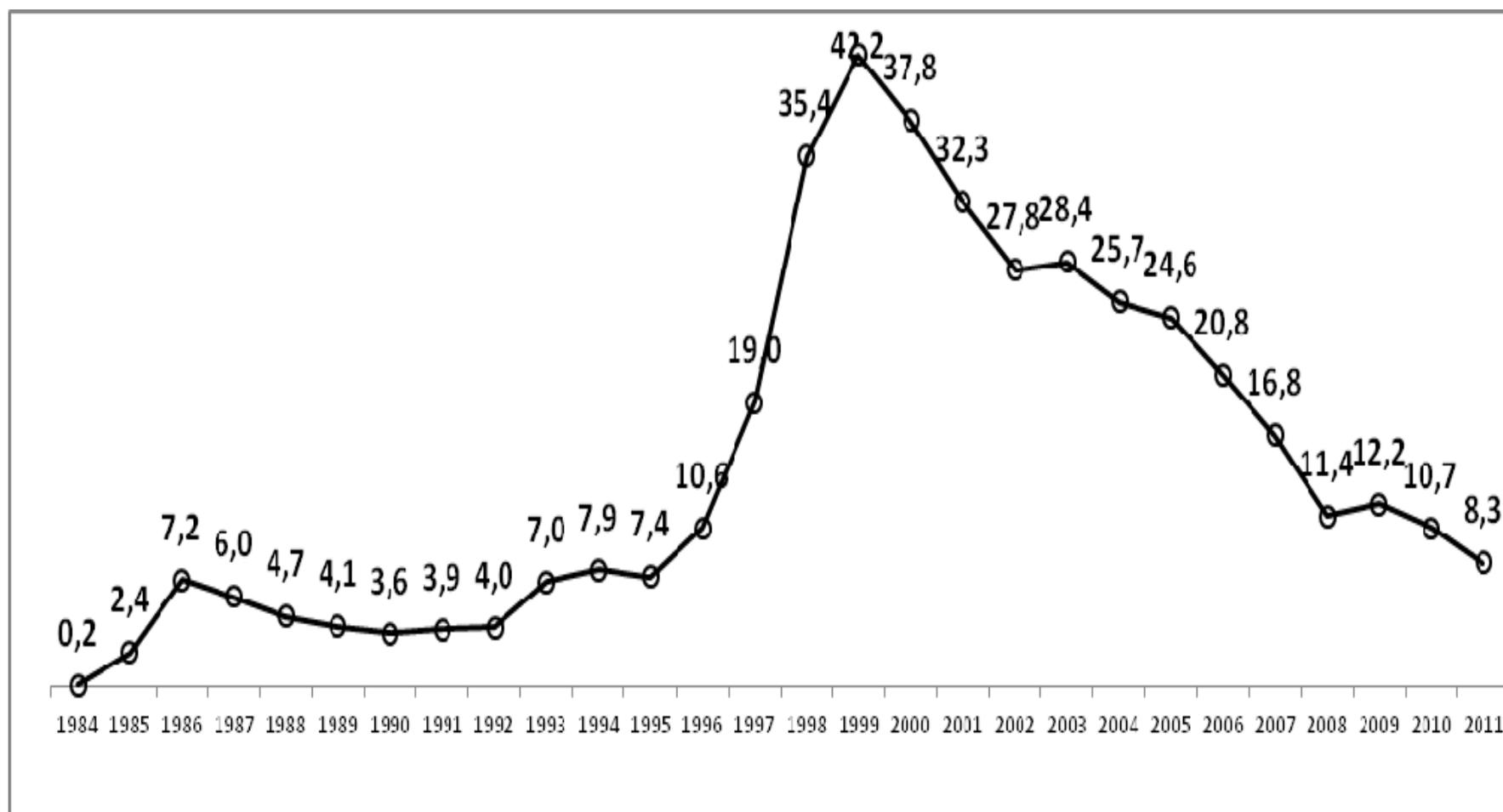


**Graf. 1 – Patrimonio netto dei fondi italiani a fine 2011**



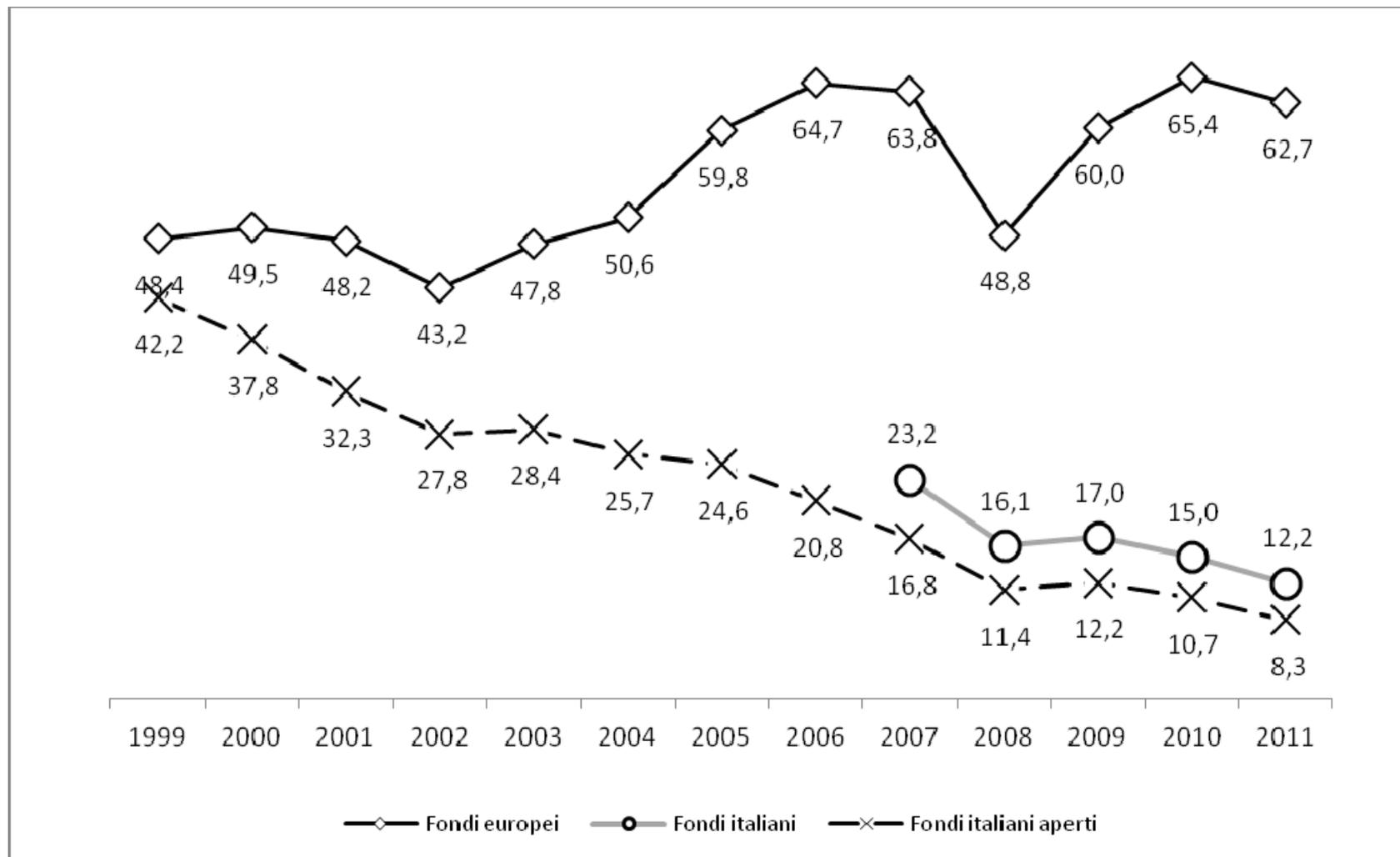
## Graf. 2 – Italia: patrimonio netto dei fondi di diritto italiano in % del PIL

Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia

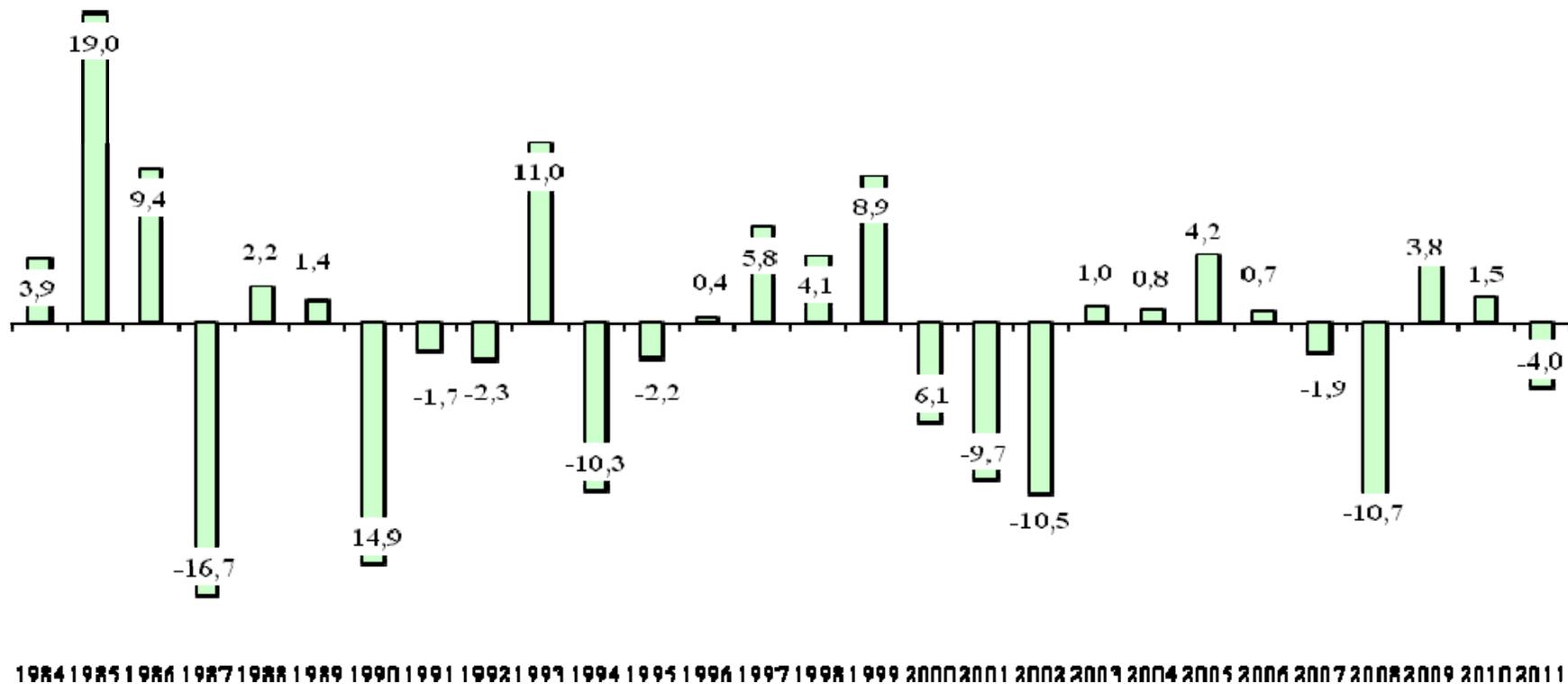


### Graf. 3 – Europa ed Italia: patrimonio netto dei fondi comuni in % del PIL

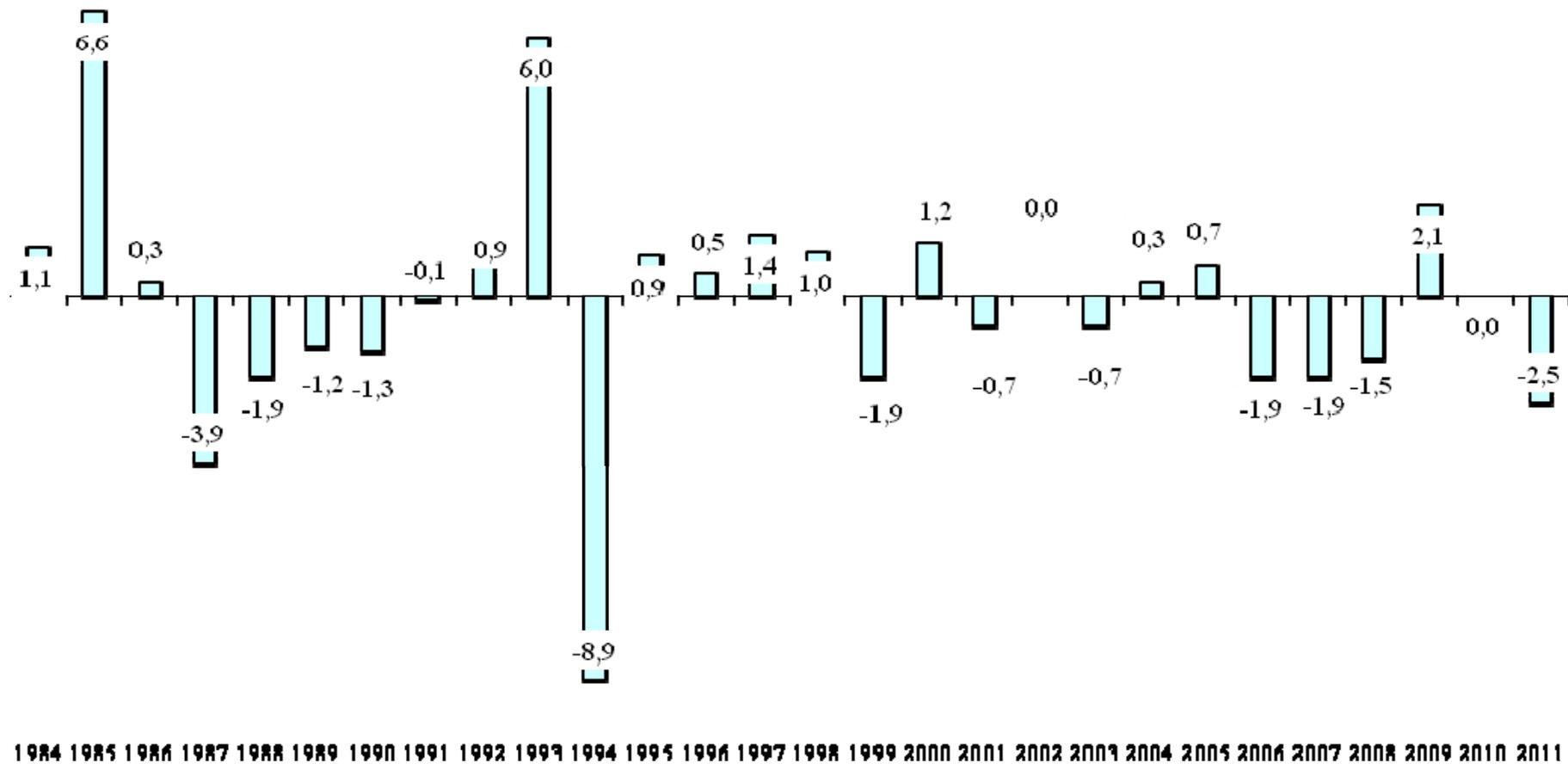
Fonte: elaborazioni su dati EFAMA, Assogestioni e Banca d'Italia



**Graf. 4 - Totale fondi contro BOT**  
 differenze tra rendimento % dei fondi e rendimento % dei Bot a 12 mesi



**Graf. 5 - Totale fondi obbligazionari contro BOT**  
 differenze tra rendimento dei fondi e rendimento % dei Bot a 12 mesi



**Graf. 6 – Rendimento netto % medio annuo dei fondi comuni italiani**

Fonte: Fideuram, Banca d'Italia, Mediobanca

