

UFFICIO STUDI MEDIUMBANCA
INDAGINE SUI FONDI E SICAV ITALIANI
(1984-2012)

25 luglio 2013

L'indagine è giunta alla XXII edizione. Essa comprende un'opera su carta e 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 (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);
- 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* (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 2013
923 fondi di diritto italiano

Questa edizione considera 923 fondi di diritto italiano facenti capo agli operatori più importanti per patrimonio gestito (23 per i fondi aperti), oltre a 1499 fondi incorporati e liquidati sino a tutto il 2012. Il tasso di rappresentatività dell'industria in termini di patrimonio è del 95% nel comparto dei fondi aperti e di oltre il 97% nelle altre categorie - eccetto chiusi e immobiliari -. Rispetto all'edizione precedente sono stati rilevati 87 fondi in più, tenuto conto di 85 fondi incorporati e 21 liquidati, nonché di 14 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 le nuove sottoscrizioni. Nel 2012 si è trattato di circa 9 miliardi di euro; nel complesso il patrimonio a fine 2012 ha segnato il secondo minor ammontare degli ultimi 15 anni. Il ridimensionamento dell'industria (ora quattordicesima nel contesto internazionale per il sorpasso della Svezia) 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 69%.
- **Risultato positivo di gestione:** nel 2012 i fondi hanno chiuso i loro conti con un utile di 13,5 miliardi di euro (su un patrimonio da gestire che ad inizio anno era pari a 192 miliardi). Il rendimento netto medio del patrimonio è valutabile al 6,2%, particolarmente per il recupero dei fondi azionari (10,4%), dei bilanciati (8%) e dei fondi obbligazionari (7,4%), come pure dei fondi pensione, sia negoziali (8,2%) che aperti (9,1%).
- **Modalità di gestione:** i costi di gestione sono saliti all'1,3% del patrimonio con la punta del 2,8% nel comparto azionario, massimo storico (tre volte e mezzo rispetto ai fondi USA). Anche la **rotazione** del portafoglio (7 mesi e mezzo) si è confermata elevata, specie se confrontata con la media dei fondi americani (che supera i 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 29 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 3,7 volte contro le 4,8 dei BOT). Sulla base del tasso *risk free*, il frutto dei fondi aperti mette in evidenza una distruzione di valore pari a circa 81 miliardi di euro nell'ultimo quindicennio.
- **Nel 2013:** secondo le statistiche ufficiali disponibili, nei primi tre mesi del 2013 vi è stata una prevalenza delle sottoscrizioni sui riscatti per 1,8 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 4,9 miliardi. La *performance* del periodo è valutabile nell'ordine dell'1,6%.

Patrimonio complessivo (Edizione 2013 carta, Tab. I, pagg. 2-5).

I 923 fondi indagati dall'Ufficio Studi contavano alla fine del 2012 un patrimonio aggregato pari a 196 miliardi di euro, dei quali 126 miliardi relativi a fondi comuni aperti (Graf. 1). La ripresa - pur lieve: +1,7% - dopo due anni di contrazione delle masse gestite è riferibile al risultato lordo positivo (13,5 miliardi di euro) che ha più che bilanciato la raccolta netta, in rosso per il nono anno consecutivo (il volume dei riscatti ha superato quello delle sottoscrizioni per 9,4 miliardi di euro).

Il risultato al lordo delle imposte ha beneficiato di 10,8 miliardi circa di utili netti sul portafoglio, costituiti all'incirca per metà da decrementi di valore originate dalla flessione dei prezzi sui mercati finanziari. Gli oneri di gestione hanno proseguito, seppur più debolmente, a diminuire (2,4 miliardi di euro contro i 2,5 del 2011).

Quanto alle singole categorie, quella più importante dei fondi comuni aperti presenta un patrimonio in gestione sostanzialmente invariato (-0,6%). Essi hanno chiuso l'esercizio con un risultato al lordo delle imposte positivo per 10 miliardi di euro, a fronte di riscatti netti di analogo importo (approfonditi nel paragrafo a seguire); gli oneri di gestione qui presentano una flessione del 3,7%. In nero il risultato lordo di imposte anche per le altre categorie di fondi (fatti salvi gli immobiliari), essenzialmente come riflesso del saldo positivo utili-perdite su titoli - per vendite e rimborsi o da valutazione -.

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 (OICVM¹), a fine 2012 l'industria mondiale dei fondi contava un patrimonio gestito pari a 20.340 miliardi di euro, un importo che superava del 14,6% i 17.752 miliardi dell'anno pre-crisi 2007.

Gli Stati Uniti mantengono saldamente il primo posto con una frazione di attivo gestito mondiale in lieve diminuzione rispetto al 2011 (48,9% contro 48,6%); la flessione USA trova esatto contraltare nel recupero dell'Europa (dal 30,4% al 30,7%), che ha beneficiato in particolare delle maggiori quote di Regno Unito (3,7% a fronte del 3,4% del 2011), Irlanda (dal 4,5% al 4,8%) e Lussemburgo (9,8% contro il 9,6%). L'Australia (6,2% sul 6,1% dell'anno precedente) consolida la seconda piazza occupata a scapito della Francia (arretrata dal 5,8% al 5,5%).

In Asia i valori più importanti continuano a venire dal Giappone, nonostante una quota ridotta (dal 3,1% al 2,8%). Pur restando poco rilevante, la Cina ha messo a segno un significativo incremento della porzione di attivo gestito a livello mondiale (1,6% contro 1,4% del totale), tornando per la prima volta - di oltre il 15% - al di sopra del livello pre-crisi.

Tra gli emergenti il paese più importante è il Brasile che ha ormai superato stabilmente il Regno Unito - sul quale il margine si è tuttavia ridotto dallo 0,8% allo 0,3% - e incide per il 4% sul totale mondiale.

Escludendo Lussemburgo e Irlanda, l'Italia scivola per il quarto anno consecutivo in graduatoria, occupando la quattordicesima posizione superata anche dalla Svezia - veniva già dopo Stati Uniti, Australia, Francia, Brasile, Regno Unito, Canada, Giappone, Cina, Germania, Svizzera, Corea e Spagna - e con il Sudafrica in avvicinamento. A Hong Kong l'ammontare delle risorse gestite dai fondi nell'ultimo anno di rilevazione (2007) era all'incirca doppio di quello del patrimonio dei fondi italiani nello stesso periodo.

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.

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, alle spalle solo di USA, Francia e Australia. Nel 2005 la retrocessione in ottava piazza, con sorpasso di Regno Unito, Canada, Giappone e Hong Kong (uscita dalla graduatoria nel 2008); nel 2007 è la volta del Brasile, con l'aggiunta della Cina (le cui rilevazioni sono per la prima volta disponibili), nel 2009 della Germania e nel 2010 di Corea e Svizzera, nel 2011 della Spagna.

Lussemburgo e Irlanda ospitano essenzialmente fondi *esterovestiti* (rispettivamente, 2.002 miliardi e 968 miliardi).

Nel 2012 il patrimonio dei fondi italiani rapportato al PIL (compresi i non armonizzati) è stato pari al 12% contro la media europea del 69%. 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 2012 costituivano il 56% del patrimonio dei fondi aperti seguiti da gestori italiani (erano il 38% appena 5 anni prima). 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 2012 i gestori di tutto il mondo avevano domiciliato nel Granducato fondi il cui patrimonio aggregato totalizzava 2.384 miliardi di euro, il 16% in più della consistenza di fine 2007; le provenienze più importanti erano, nell'ordine, gli Stati Uniti (23,4%), la Germania (15,8%), la Svizzera (14,8%; nel 2005 era prima con il 19,5%) e il Regno Unito (14,1%); gli italiani mantengono il quinto posto, in virtù dei 186 miliardi di euro gestiti (7,8% del totale). Si ricorda che nel 2004 la quota appannaggio dell'Italia aveva toccato il massimo storico (11,9% per 132 miliardi di euro, in quarta piazza davanti al Regno Unito con appena il 7,5%).

Relativamente all'Irlanda, l'IFIA Irish Funds Industry Association dichiarava che a fine 2012 i patrimoni gestiti dei fondi domiciliati in quel paese, comprendendo i non armonizzati, erano pari a 1.227 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 analoga; dominavano, rispettivamente, statunitensi (53%) e britannici (32%).

Raccolta netta
(Edizione 2013 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 nei 9 anni sino al 2012 un deflusso pari a 239 miliardi di euro, ma i soli fondi aperti e Sicav hanno toccato i 275 miliardi, cifra pari ad oltre due volte il patrimonio in essere a fine 2012. In quest'ultimo anno i riscatti hanno superato le sottoscrizioni di 9,4 miliardi (10,2 miliardi per i soli fondi aperti).

Al di fuori degli aperti, nel 2012 la raccolta netta è risultata in alcuni casi positiva, particolarmente nella categoria dei fondi pensione: 3,7 miliardi di euro, per i tre quarti – come di consueto - in quelli negoziali. Negativi invece i fondi di fondi (collegati 848 milioni di euro, non collegati 1,5 miliardi di euro) e ancor più gli speculativi (2,2 miliardi).

In Europa l'industria dei fondi ha conosciuto nel 2012 un rallentamento negli afflussi di risparmio. La raccolta netta complessiva è stata pari a 312 miliardi di euro tra armonizzati e non armonizzati a fronte dei 12 del 2011; il patrimonio complessivo ha conosciuto un significativo incremento (da 7.960 a 8.944 miliardi).

Ingenti flussi netti positivi hanno interessato gli obbligazionari (203,2 miliardi); le sottoscrizioni prevalgono sui riscatti anche nel comparto dei fondi bilanciati (26,7 miliardi) e negli azionari (2,2 miliardi), mentre i fondi monetari presentano raccolta netta in rosso (38,7 miliardi). Per il complesso dei fondi armonizzati, i Paesi più colpiti da deflussi netti sono stati, nell'ordine, la Francia (24,1 miliardi), la Spagna (10,1 miliardi) e l'Italia (7,9 miliardi). Le più ingenti sottoscrizioni si sono invece verificate nei fondi lussemburghesi (96,8 miliardi), irlandesi (90,7 miliardi) e britannici (25 miliardi).

Per i primi tre mesi del 2013 i dati diffusi dall'associazione italiana dei gestori indicano per l'intera industria, diversamente rispetto ai nove anni precedenti, la prevalenza delle sottoscrizioni sui riscatti per 6,7 miliardi di euro; al saldo positivo dei fondi *roundtrip* (4,9 miliardi) si è sommato l'apporto dei fondi di diritto italiano (1,8 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: nel corso dell'anno e 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 28,7 miliardi con una *performance* intorno al 2,8% (contro i - 29,2 miliardi di raccolta netta del periodo 1-7-2009 / 31-3-2011, in cui la *performance* è anche qui valutabile anche qui al 2,8%).

Tra gennaio e maggio di quest'anno le variazioni di segno positivo più cospicue hanno interessato i fondi obbligazionari (14,1 miliardi) e i flessibili (13,9 miliardi); bilanciati (1,7 miliardi) e azionari (0,5 miliardi) anch'essi in nero, con i soli fondi hedge (-1,2 miliardi) e i monetari (-0,5 miliardi) colpiti da riscatti.

Nei primi tre mesi del 2013 per l'insieme dei paesi europei si sono verificati afflussi netti ancor più consistenti (129,5 miliardi di euro) che non nel medesimo periodo del 2012; a fare la parte del leone Lussemburgo (67,4 miliardi) e Irlanda (31,1 miliardi), cui si aggiungono Norvegia, Spagna, Regno Unito e Germania con raccolta netta compresa tra 3,4 e 4,2 miliardi di euro. A beneficiare principalmente delle sottoscrizioni nette i fondi azionari e obbligazionari (43,6 e 43,8 miliardi rispettivamente) come pure i bilanciati (35,9 miliardi), mentre i monetari (-2 miliardi) hanno segnato una battuta d'arresto.

Risultato e rendimento

(Edizione 2013 carta, Tab. I, pagg. 2-6, Tab IV, pagg. 106-121, Tabella su internet file *Dati e indici*).

Nel 2012 i 923 fondi italiani censiti in questa indagine hanno chiuso i loro bilanci con un utile di 13,5 miliardi di euro (5,7 miliardi di utile lordo di imposte nel 2011). I dati per i soli fondi aperti sono rispettivamente 10 miliardi di euro di utili nel 2012 contro 4,2 miliardi di perdite lorde nel 2011. Dopo un 2011 in cui i titoli in portafoglio avevano conosciuto un deterioramento dei valori di mercato, il 2012 ha visto una certa ripresa, con 10,8 miliardi complessivi di utili su titoli. L'utile del 2012 per il complesso dei fondi, pari a 13,5 miliardi, rappresenta il saldo delle seguenti partite: i) le già citate plusvalenze sul portafoglio (utili su negoziazioni per 5,5 miliardi e da valutazione per 5,3 miliardi); ii) gli oneri di gestione addebitati per 2,4 miliardi di euro (in lieve calo rispetto ai 2,5 miliardi del 2011); tra i ricavi, iii) il complesso di cedole, dividendi e altri proventi degli investimenti è stato pari a 3,9 miliardi (in flessione sui 4,5 miliardi del 2011), mentre iv) il saldo altri proventi e oneri (incluse imposte prelevate principalmente sui fondi pensione per -0,5 miliardi) è stato positivo per 1,2 miliardi.

Nel 2012 il rendimento netto medio dell'insieme dei 923 fondi è stato pari al 6,2%². I fondi aperti hanno segnato il 6,9%: hanno contribuito particolarmente in positivo gli azionari (10,4%), i bilanciati (8%) e gli obbligazionari (7,4%), con i flessibili al 5,4%; i fondi di mercato monetario (di liquidità sino al febbraio 2012) hanno reso il 3,7%. Hanno registrato *performance* positive anche i fondi riservati (6,3%), i fondi di fondi (collegati 4,6%, non collegati 7,4%), gli speculativi (4,2%), i fondi pensione negoziali (8,2%) e aperti (9,1%). In negativo i soli fondi immobiliari (-3,8%).

Restando sui fondi pensione, fatto 100 l'anno 2000, quelli negoziali hanno chiuso il 2012 cumulando un rendimento del 37,3%, che rimane inferiore alla rivalutazione del TFR, pari al 38,7%, a dispetto della buona performance del 2012. I fondi pensione aperti guadagnano appena il 9,1% complessivo nel periodo dodecennale, e in ognuno degli anni dal 2001 il loro rendimento cumulato rimane distante (almeno 14 punti in meno, che divengono 28 per gli anni tra 2008 e 2012) rispetto a quello del TFR.³ Se il calcolo si riferisce solo all'ultimo quinquennio, la rivalutazione del TFR (14,4%) supera sia il rendimento dei fondi pensione aperti (+6,2%) sia quello dei negoziali (+13,2%) 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 2013 con una *performance* dell'1,6% circa. A livello europeo, gli armonizzati hanno chiuso i primi tre mesi del 2013 con utili netti valutabili intorno al 3,5% del patrimonio netto.

I tre quarti dei recuperi di valore sono venuti dai fondi lussemburghesi, svizzeri, britannici e irlandesi.

² Il rendimento è calcolato come rapporto tra il risultato netto e la media del patrimonio netto escluso lo stesso risultato (media mensile dal 2000 al 2010; dal 2011 si è ripristinata quella annua considerata l'indisponibilità dei dati mensili di patrimonio e raccolta netta per i fondi gestiti da alcune SGR del campione). A partire dal 2008 è stato ottenuto come capitalizzazione dei rendimenti mensili. La tassazione è stata valutata per gli OICR diversi dai fondi pensione e dai fondi immobiliari in una frazione del risultato pari al 12,5% per il 2011 e all'aliquota fiscale sintetica per il 2012 (ipotizzando il realizzo delle quote all'inizio del 2013, è stata assunta per ciascun fondo del campione quella determinabile sulla base della percentuale di titoli governativi di Stati inclusi nella *white list* indicata dalla SGR promotrice per il primo semestre 2013; detti titoli subiscono un'imposizione del 12,5% in luogo del 20% vigente per le altre attività in portafoglio). 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-lavoratore gode di benefici fiscali oltre all'opportunità di fruire di contributi addizionali versati dai datori di lavoro.

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

Nel 2012 il rendimento medio netto dei fondi considerati in quest'indagine è stato pari al 6,2%. 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 (1,9 punti all'anno in meno, con una perdita in conto capitale di oltre il 10%) o gli ultimi 10 (0,5 punti all'anno in meno). Chi avesse tenuto un portafoglio con tutti i fondi disponibili negli ultimi 29 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 3,7 volte contro le 4,8 dei BOT -.

Limitandosi ai fondi azionari, la *performance* 2012 è stata del 10,4%, inferiore a quella (12,6%) delle borse internazionali - loro principale mercato di riferimento -, come pure alla *performance* della Borsa italiana (11,4%). 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 nell'arco temporale con inizio nel 1989 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 25 miliardi di euro; in un contesto decennale la distruzione di ricchezza si riduce a circa 7 miliardi, per portarsi a ben 81 miliardi sui 15 anni. Ove si tenesse conto del premio al rischio per la componente azionaria, la distruzione di ricchezza dal 2003 al 2012 sarebbe nell'ordine dei 41 miliardi di euro, importo che aumenta a 151 miliardi considerando il quindicennio che inizia nel 1998 (tale ammontare supera del 15% circa la consistenza dei fondi aperti alla fine dell'ultimo anno)⁴. 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 banche⁵).

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 (2007-2012). Essa è insoddisfacente per la maggior parte dei principali paesi, che non hanno completamente recuperato i livelli pre-crisi: fatto 100 il 2007, Stati Uniti, Germania e Spagna si attestano intorno a 98-99, Italia, Francia e Lussemburgo tra 101 e 102. La migliore *performance* in valuta locale è stato ottenuto dai fondi britannici; essa ha portato a 120 il patrimonio nel quinquennio chiuso a fine 2012.

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 2012 al 40%, i fondi britannici esibiscono l'incidenza massima, pari al 59%, mentre quelli italiani sono al minimo del 14%. Gli altri paesi sono a livelli intermedi; ragguardevole la quota del Giappone (83%).

⁴ 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. 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).

⁵ Secondo i dati della Banca d'Italia, a fine 2012 i gruppi bancari nazionali controllavano fondi aperti di diritto italiano cui faceva capo il 76% circa (79% nel 2011) del patrimonio complessivo.

Composizione del portafoglio (Edizione 2013 carta, Tab. II, pag. 22-25 totale fondi).

Il patrimonio dei 923 fondi italiani era costituito da titoli per l'85,1% e da attività diverse nette per il residuo 14,9%. Nei titoli figuravano titoli di Stato e obbligazioni per il 69,9%, azioni per il 18,2% e quote di altri fondi per l'11,9%. Nei soli fondi aperti la quota dei titoli di Stato e delle obbligazioni era pari al 77,7%, mentre la quota degli altri fondi scendeva al 4,8%. 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 923 fondi è pari al 10,1%.

Le strutture di portafoglio più aggressive sono evidenziate dai fondi chiusi (impieghi in azioni pari al 72% dell'intero patrimonio) e dai fondi pensione aperti (quota azionaria pari al 21,6% e impieghi in altri fondi al 23,6%).

Rotazione (Edizione 2013 carta, Tab. V, pagg. 122-137).

Nel 2012 il *turnover* dei 923 fondi ha proseguito ad aumentare, raggiungendo 1,6 volte (erano 1,5 nel 2011, 1,4 nel 2010 e 1,2 nel 2009) e superando così il livello dell'anno pre-crisi 2007 (era 1,8 nel 2008). Nel dettaglio, la rotazione è 1,7 volte per i titoli di Stato e le obbligazioni (1,5 nel 2011), 1,4 volte per le azioni (contro 1,7) e 0,8 per le quote di fondi (l'anno precedente era 1).

Si tratta sempre di livelli elevati ed anomali nel contesto internazionale. Il rigiro del portafoglio avviene mediamente ogni 7 mesi per titoli di Stato e obbligazioni, quello azionario ogni 8 mesi e mezzo circa. La gestione continua dunque ad avvenire su visioni di brevissimo periodo se raffrontate, ad esempio, alla media americana, pari a oltre 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 2012 mediamente a 0,48 volte (non distante dalla media del periodo 1980-2012 pari a 0,62).

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 2012, pari a 2,4 miliardi di euro, non si è molto discostato da quello dell'anno precedente (2,5 miliardi); l'incidenza media sul patrimonio gestito è invece salita all'1,3%, tornando così sul livello del 2010. Le commissioni si riportano su valori analoghi a quelli dell'anno pre-crisi 2007. I costi addebitati agli azionari (2,8%) toccano il massimo storico, principalmente per la notevole incidenza delle provvigioni di incentivo (0,4%, anch'esso mai raggiunto prima). Anche per i bilanciati (1,8%, contro l'1,6% del 2011) le commissioni permangono elevate, con gli obbligazionari all'1,2% (massimo dal 2001).

Il raffronto con l'industria finanziaria americana conferma ancora che i fondi italiani sono assai costosi. Gli oneri medi dei fondi statunitensi nel 2012 (dati ICI) sono stati pari allo 0,77% negli azionari (0,79% nel 2011, 0,83% nel 2010, 0,99% nel 2000 e nel 1990) e allo 0,61% negli obbligazionari (0,62% nel 2011, 0,64% nel 2010, 0,76% nel 2000, 0,88% nel 1990), mentre i monetari sono intorno allo 0,21% (0,26% nel 2010).

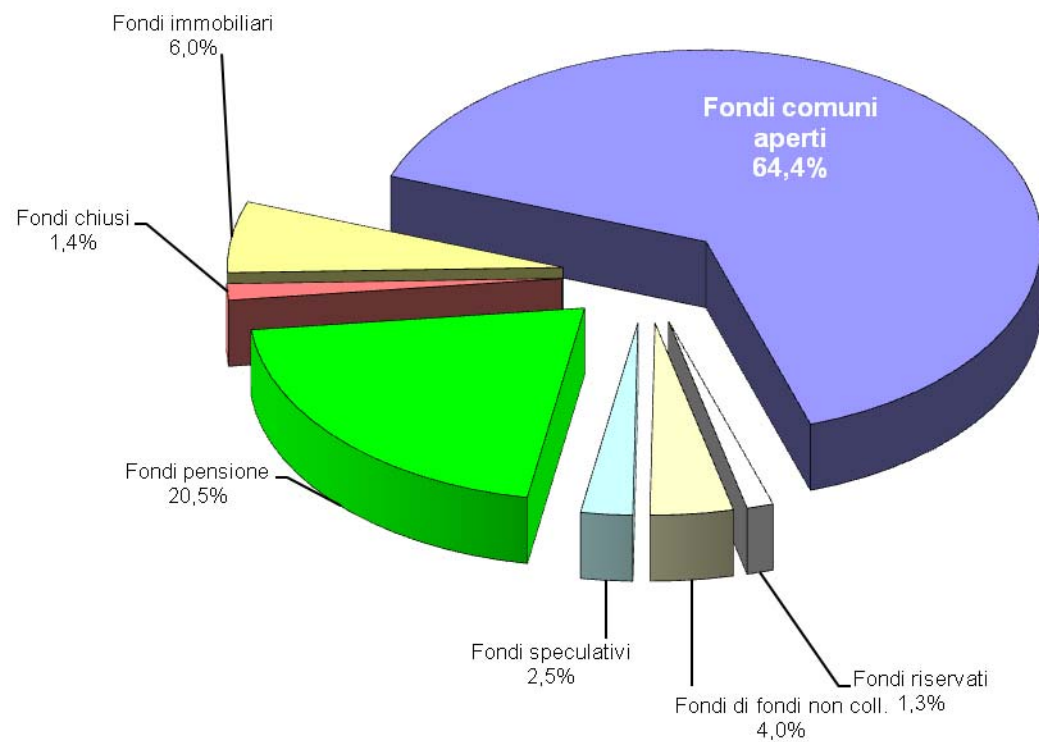
Le rilevazioni ICI riportate nell'ultimo *Factbook* non comprendono, a differenza dei precedenti, le commissioni di vendita - trattenute dagli intermediari alla sottoscrizione delle nuove quote da parte dei risparmiatori -, riferendosi così alle medesime voci (oneri addebitati ai fondi dai gestori, gli unici deducibili dai rendiconti annuali) utilizzate negli indici di costo dell'Ufficio Studi di Mediobanca. Sui fondi azionari gravano oneri pari a oltre tre volte e mezzo (il rapporto, che ha toccato il livello più elevato, era pari a poco più di una volta e mezzo nel 1990 e nel 1995), mentre gli obbligazionari costano in media il doppio (anche per essi massimo storico; era 1,1 volte nel 1990) e i fondi di mercato monetario oltre quattro volte (il punto più alto del rapporto con i costi dei fondi USA, che nel 2006 era di 1,6 volte)⁶.

⁶ La Banca d'Italia pubblica nella sua *Relazione annuale* la 'media semplice delle commissioni totali pagate dai singoli fondi', determinata come 'rapporto percentuale tra le commissioni totali annue e la media annua del patrimonio netto', valutandola nel 2012 all'1,8% (1,7% nel 2011).

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

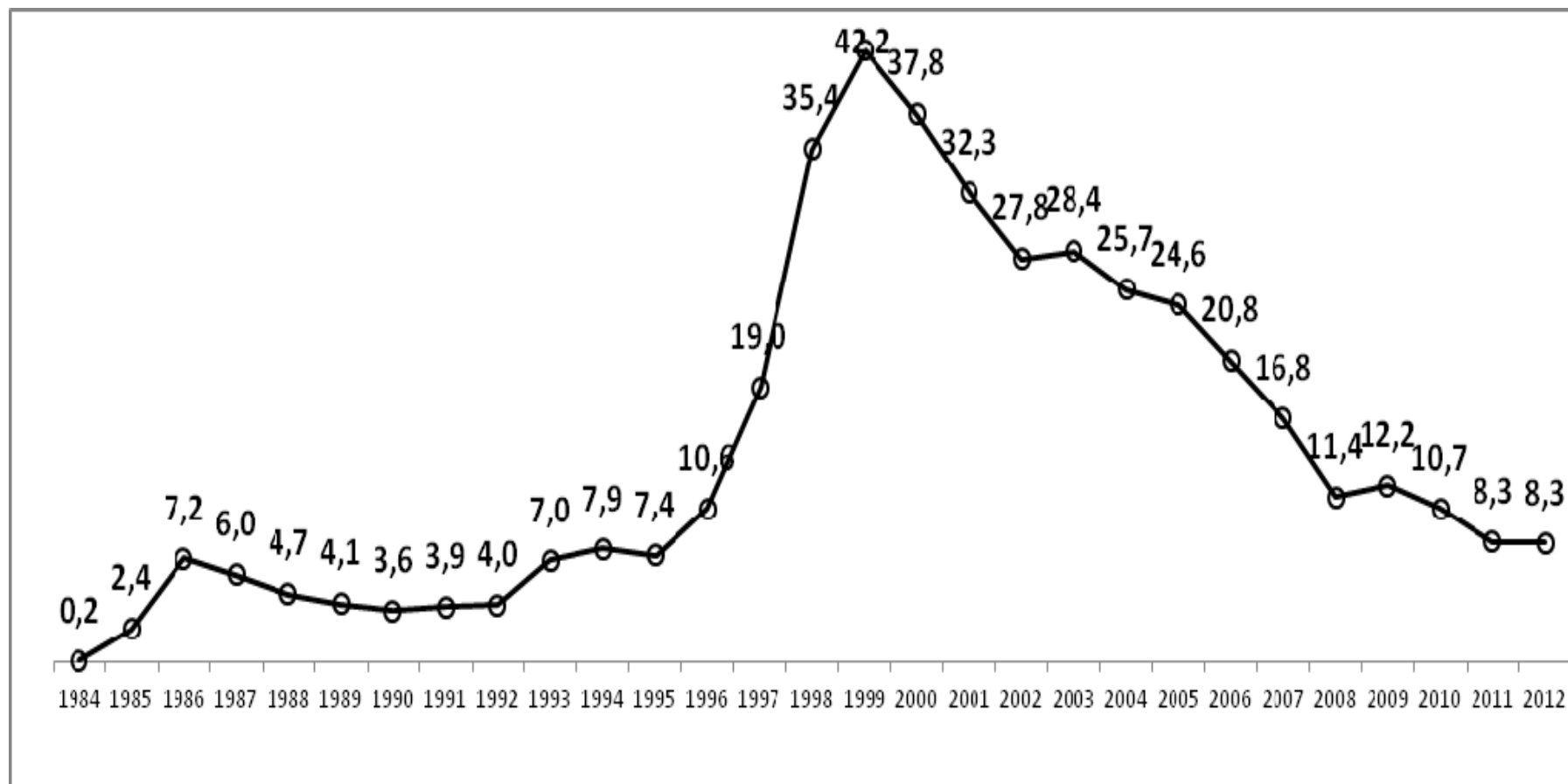
| | Nel 2012 | Ultimi 5 anni | | Ultimi 10 anni | | Dalla nascita - 29 anni Da inizio 1984 al 2012 | |
|-----------------------------------|-------------|------------------|------------------|------------------|------------------|--|------------------|
| | | Dal 2007 al 2012 | % media annua | Dal 2002 al 2012 | % media annua | Var. % assoluta | % media annua |
| | % | Var. % | | Var. % | | | |
| Tutti i Fondi | 6,2 | 4,2 | 0,8 | 22,7 | 2,1 | 374,7 | 5,5 |
| BOT a 12 mesi | 5,3 | 14,5 | 2,7 | 28,8 | 2,6 | 484,5 | 6,3 |
| <i>Differenza</i> | 0,9 | -10,3 | -1,9 | -6,1 | -0,5 | -109,9 | -0,8 |
| | | | | | | Ultimi 23 anni Dal 1989 al 2012 | |
| Fondi azionari | 10,4 | -17,2 | -3,7 | 22,4 | 2,0 | 70,2 | 2,3 |
| <i>Indice MIB/MB total return</i> | 11,4 | -40,0 | -9,7 | 16,2 | 1,5 | 114,9 | 3,4 |
| <i>indice MSCI World in €</i> | 12,6 | 4,2 | 0,8 | 62,3 | 5,0 | 302,2 | 6,2 |

Graf. 1 – Patrimonio netto dei fondi italiani a fine 2012



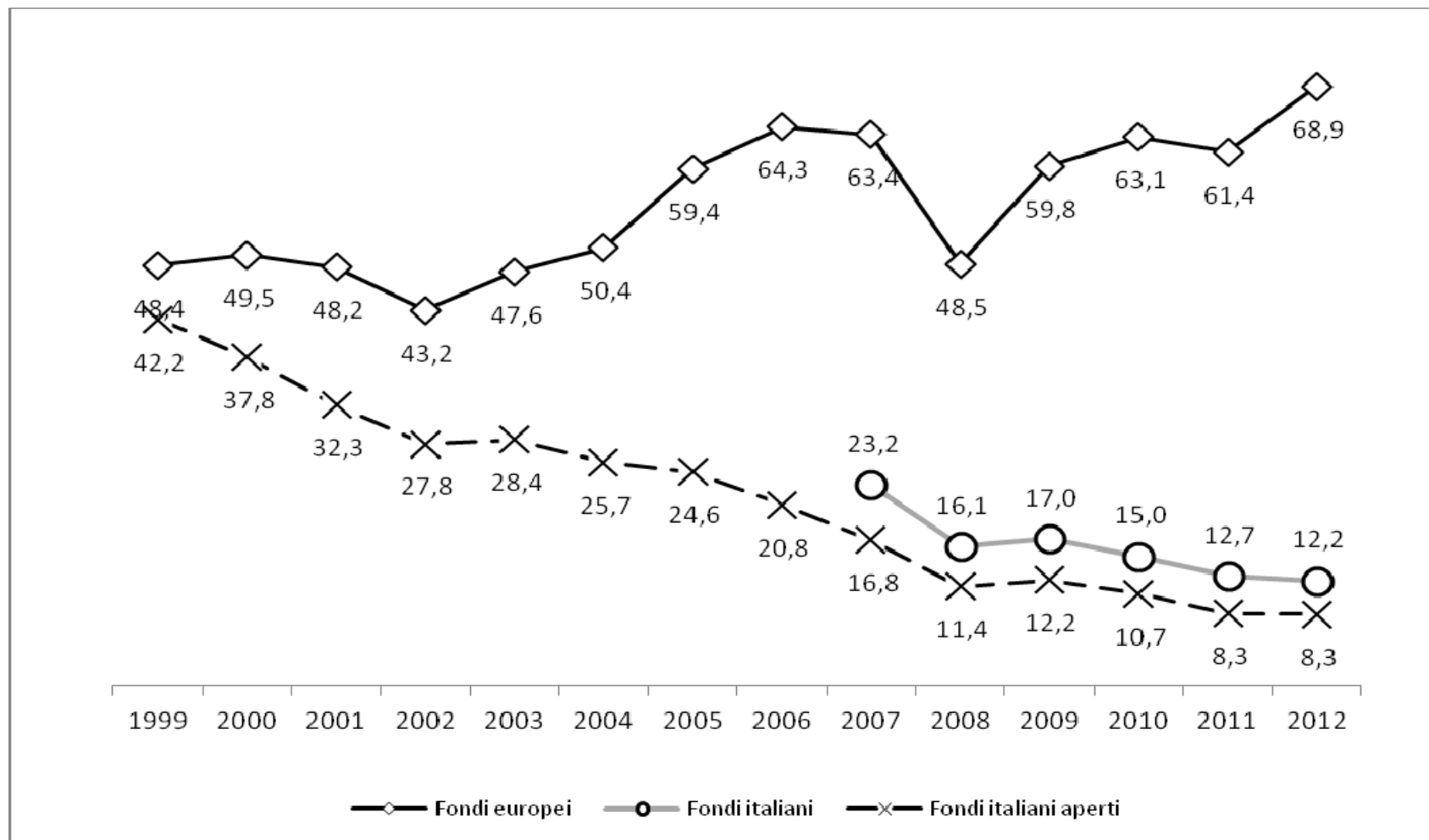
Graf. 2 – Italia: patrimonio netto dei fondi di diritto italiano in % del PIL

Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia

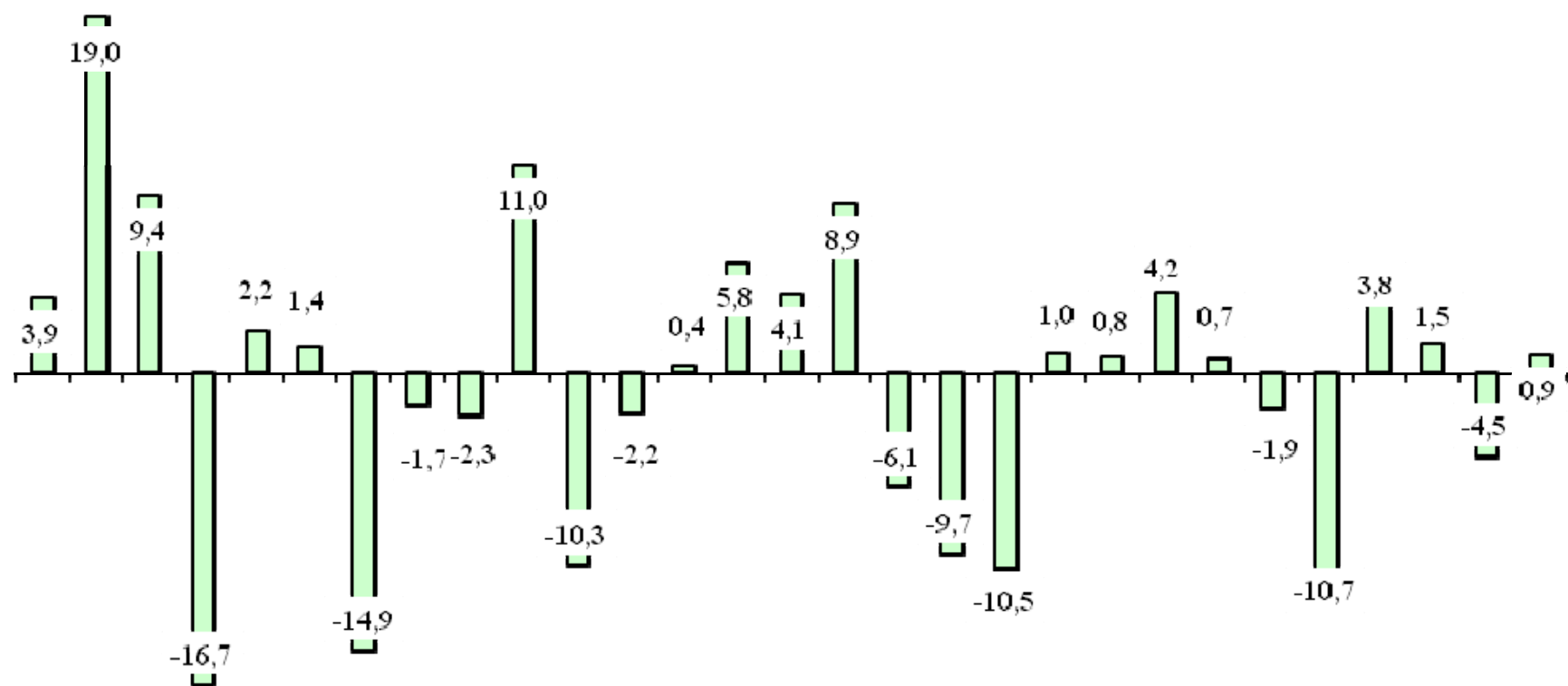


Graf. 3 – Europa ed Italia: patrimonio netto dei fondi comuni in % del PIL

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

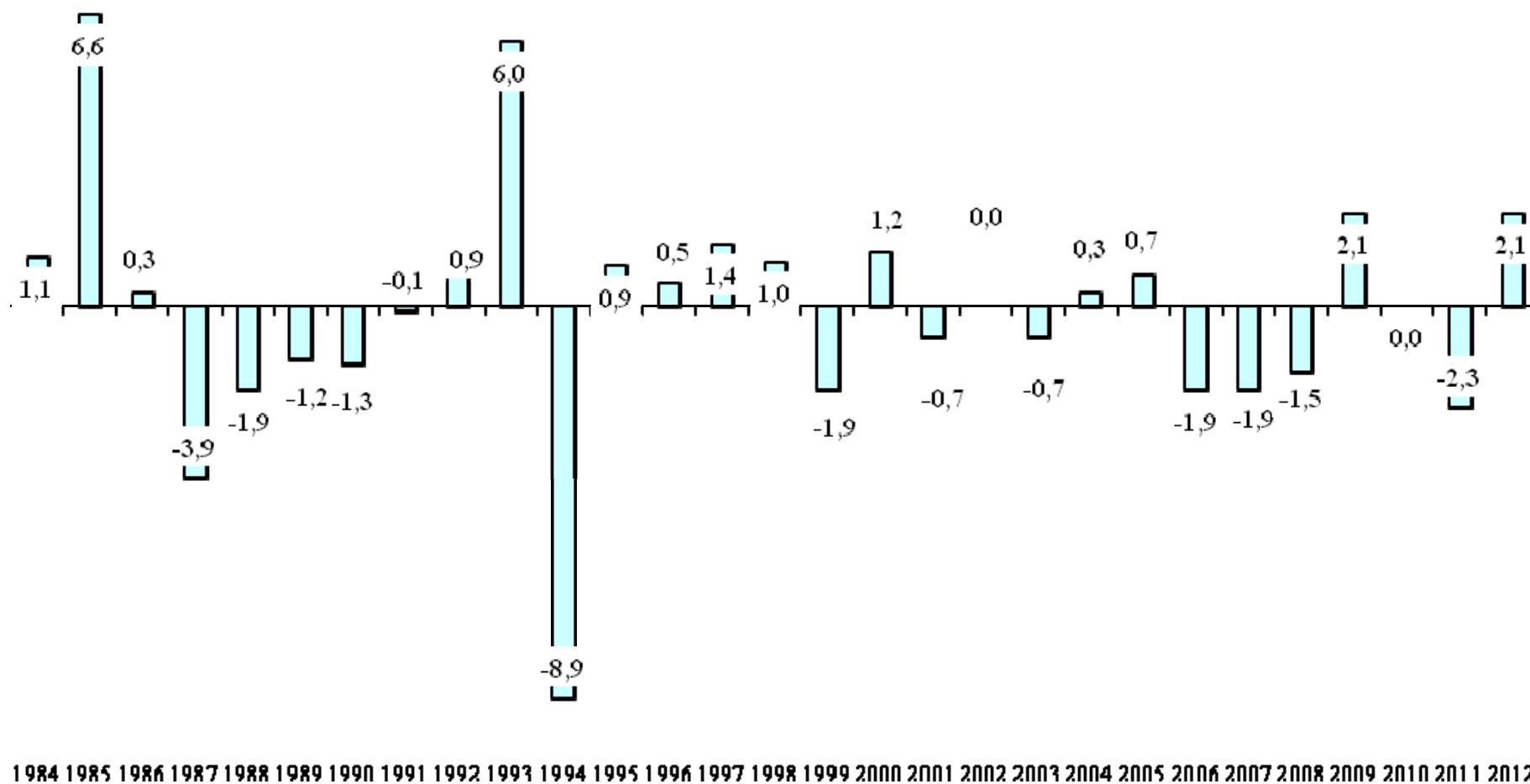


Graf. 4 - Totale fondi contro BOT
 differenze tra rendimento % dei fondi e rendimento % dei Bot a 12 mesi



1984 1985 1986 1987 1988 1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012

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



Graf. 6 – Rendimento % medio annuo netto (lordo dal 2011) dei fondi comuni italiani

Fonte: Fideuram, Banca d'Italia, Mediobanca

