

UFFICIO STUDI MEDIOBANCA
INDAGINE SUI FONDI E SICAV ITALIANI
(1984-2007)

luglio e ottobre 2008

L'indagine (giunta alla 17^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 in formato digitale – si basa sui *rendiconti annuali* dei fondi; essi vengono raccolti ed elaborati traendone statistiche aggregate. L'obiettivo è quello di fornire uno strumento informativo sull'insieme dell'industria e non sui singoli fondi, dei quali sono peraltro pubblicate le principali voci del rendiconto nel sito internet di cui sopra.

Le statistiche aggregate comprendono:

- una tabella riepilogativa (Tab. I) che dimostra la *variazione del patrimonio netto*: raccolta netta, proventi distribuiti, risultato netto (quest'ultimo, a sua volta, esposto come somma di utili e perdite da negoziazione, svalutazione e rivalutazione del portafoglio, oneri di gestione, imposte, proventi da investimenti e altri costi e ricavi);
- quattro tabelle di *dettagli* (Tabb. da II a V);
- la Tab. I riporta in calce un *indicatore di rendimento* calcolato come rapporto percentuale tra il risultato dell'esercizio e il patrimonio netto che i gestori hanno avuto mediamente a disposizione nel corso dell'anno (l'andamento temporale, confrontato con analoghi indicatori tratti da altre fonti, è riportato nel Graf. 6 qui allegato);
- la Tab. V riporta dati sulla negoziazione dei titoli e inoltre un *indicatore di turnover* (rapporto tra vendite e valore medio del portafoglio) che mette in evidenza quante volte gli investimenti vengono movimentati in un anno.

Nel sito internet (www.mbres.it) sono disponibili:

- il dettaglio degli oneri e dei proventi che generano il risultato aggregato;
- il *costo medio aggregato di gestione dei fondi* (rapporto tra oneri di gestione e patrimonio netto medio);
- il *raffronto tra rendimenti aggregati e benchmark*;
- informazioni sull'*asset allocation*;
- dati di dettaglio sugli *oneri di negoziazione* evidenziati nei rendiconti;
- dati riclassificati dei rendiconti dei *singoli fondi*;
- FAQ e recensioni di articoli e ricerche
- Dati di dettaglio sui singoli fondi (Tab. VI).

L'EDIZIONE 2008
1205 fondi di diritto italiano

Questa nuova edizione considera 1205 fondi facenti capo ai gestori più importanti per patrimonio gestito (30 per i fondi aperti). Il tasso di rappresentatività dell'industria in termini di patrimonio è del 92% nel comparto dei fondi aperti, dell'88% in quello dei fondi riservati e supera il 90% nelle altre categorie. Rispetto all'edizione precedente sono stati rilevati 122 fondi in più, tenuto conto di 117 fondi incorporati e liquidati.

Sintesi

- **Nuovo ingente saldo negativo della raccolta netta:** per il quarto anno consecutivo i riscatti hanno superato le sottoscrizioni, toccando il nuovo record di 43 miliardi di euro; il deflusso netto di capitali nei soli fondi comuni aperti è stato pari a quasi 52 miliardi di euro. L'industria italiana resta in forte controtendenza rispetto alla dinamica internazionale del risparmio gestito; dal 1999 al 2007 in Italia l'incidenza dei patrimoni gestiti sul PIL è caduta dal 42,2% al 16,5% (fine maggio scorso).
- **Nuova decurtazione degli utili:** 6 miliardi di euro nel 2007 contro gli 11,8 miliardi del 2006; il rendimento medio netto del patrimonio è caduto dal 3,3% nel 2006 all'1,8% nel 2007; il deterioramento nell'ultimo anno è dovuto a svalutazioni dei titoli in portafoglio (in particolare quelli di emittenti dell'area non euro) e a minori plusvalenze sulle negoziazioni.
- **modalità di gestione:** nel 2007 i **costi di gestione** sono rimasti elevati (1,4% del patrimonio), segnando una diminuzione (9,2%) inferiore a quella del patrimonio in gestione (10,9% nei saldi a fine anno). Il *trading* comporta sempre una **rotazione** del portafoglio che si ritiene troppo elevata tenuto conto dei rendimenti conseguiti: nel 2007, a fronte di un valore del portafoglio a fine anno di 284 miliardi di euro, vi sono stati acquisti per 411 miliardi e vendite per 436 miliardi; il complesso degli investimenti è stato rigirato mediamente ogni 8 mesi che scendono a sei per le azioni (la media dei fondi americani supera i due anni). Nel loro complesso i rendimenti dei fondi italiani sono sempre stati inferiori ai relativi *benchmark* e nell'intervallo minimo di valutazione (5 anni) solo l'1% dei fondi ha battuto il proprio *benchmark*.
- **valutazione di lungo periodo:** sempre insoddisfacenti i rendimenti in un'ottica di lungo periodo quando raffrontati con il tasso *risk free* (Bot a 12 mesi); nei fondi aperti, la distruzione di valore negli ultimi sette anni è stata pari a 91 miliardi, essenzialmente cumulati nel biennio 2001-2002, le cui *performance* negative non sono state più recuperate. Il profilo del solo ultimo quinquennio è stato invece positivo, ma la ricchezza creata (stimata in circa 600 milioni all'anno) è stata irrisoria rispetto ai volumi gestiti (mediamente oltre 300 miliardi di euro all'anno).
- **nel primo semestre 2008:** secondo le statistiche ufficiali disponibili, il deflusso di risparmio dai fondi aperti italiani è proseguito nei primi sei mesi cumulando riscatti netti per 42 miliardi circa; si è aggiunto il saldo negativo dei *roundtrip* per circa 15 miliardi di euro; fortemente negativi anche i fondi promossi da gestori esteri che hanno subito riscatti netti per oltre 13 miliardi.

Patrimonio complessivo (Tab. I, pagg. 2-5). A fine 2007 il patrimonio dei fondi indagati dall'Ufficio Studi era pari a 314 miliardi di euro, dei quali 240 miliardi relativi a fondi aperti e SICAV (Graf. 1). Nel 2007 vi è stata una nuova flessione di 38,2 miliardi, pari all'11% circa quale saldo tra la capitalizzazione del risultato (6 miliardi), i proventi distribuiti (1 miliardo) e il segno negativo della raccolta netta (43,2 miliardi).

Secondo la classifica redatta dall'associazione di categoria statunitense (ICI Investment Company Institute) su dati forniti dalle associazioni nazionali, a fine 2007 l'industria mondiale dei fondi aveva raggiunto un patrimonio gestito pari a 26.199 miliardi di dollari, ovvero il 18,2% in più rispetto al 2006 (variazione calcolata su base omogenea); si tratta di un incremento non molto lontano dal +21,5% segnato l'anno prima. L'aumento in valore assoluto è di 4.400 miliardi di dollari, dei quali circa 2.000 miliardi nei fondi americani, 1.200 in quelli dell'area Asia-Pacifico ed altrettanti in quelli europei. L'incremento tra il 2006 e il 2007 si riduce al 5,7% se i patrimoni sono misurati in euro; essi raggiungono a fine 2007 i 17.797 miliardi, cifra che costituisce sempre un massimo storico. Anche la raccolta netta ha registrato nel 2007 un massimo storico con 889 miliardi di euro, contro 760 miliardi nell'anno precedente.

L'industria europea, a fine 2007, contava 51.166 fondi con un patrimonio complessivo di circa 7.900 miliardi di euro, dei quali 6.201 miliardi in fondi cosiddetti normalizzati (UCITS).

L'industria italiana dei fondi si collocava al 9° posto nel mondo (patrimonio pari a 420 miliardi di dollari USA, ovvero 340 miliardi di euro, ripartito su 1.276 fondi)¹, dopo Stati Uniti (12.021 miliardi di dollari), Francia (1.990 miliardi di dollari), Australia, Regno Unito, Hong Kong, Giappone, Canada e Brasile, non contando Lussemburgo e Irlanda che ospitano essenzialmente fondi *esterovestiti* (rispettivamente, 2.685 miliardi e 951 miliardi di dollari). Nel 2004 (anno nel quale il valore in dollari del patrimonio gestito dai fondi italiani toccò il massimo storico di 512 miliardi) la nostra industria era invece al 4° posto, sempre escludendo Lussemburgo e Irlanda. Il patrimonio dei fondi italiani rapportato al PIL è caduto dal massimo del 42,2% nel 1999, al 19,1% nel 2007 (16,5% a fine maggio 2008) (Graf. 2).

Dunque, il forte ridimensionamento dell'industria italiana dei fondi corrisponde ad una dinamica in controtendenza sia rispetto al contesto mondiale che a quello europeo. In Europa, riferendosi all'ultimo quadriennio, solo Grecia e Portogallo hanno segnato regressi. Nei principali Paesi, la consistenza dei patrimoni dei fondi nazionali rispetto al PIL, contrariamente a quanto accaduto in Italia (-23 punti tra il 1999 e il 2007), è cresciuta ad esclusione della Spagna (dove è diminuita di 10 punti) e della Germania (-1,3 punti) (Graf. 3). Peraltro, il basso livello della Germania sconta l'esistenza di altri strumenti usati dall'industria del risparmio gestito oltre al fatto che più della metà dei *publikumsfonds* è di diritto lussemburghese.

I gestori italiani hanno favorito in passato lo spostamento all'estero – principalmente in Lussemburgo – di una quota significativa dei patrimoni in gestione; a fine giugno 2008 si trattava del 42% dei fondi aperti (per oltre i nove decimi di diritto lussemburghese). Le maggiori società di gestione domiciliate in Lussemburgo appartengono ai gruppi UniCredito e IntesaSanpaolo (i gruppi Pioneer, Capitalia, Fideuram ed Eurizon, nel loro insieme, coprono il 68% del patrimonio totale di questi fondi cosiddetti *roundtrip*). I dati rilasciati dalla lussemburghese CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) segnalano che a fine marzo 2008 i gestori di tutto il mondo avevano domiciliato nel Granducato fondi il cui patrimonio aggregato era pari a 1.895 miliardi di euro; gli italiani coprivano l'8,8% del totale (9,7% a fine marzo dell'anno precedente) con 166 miliardi di euro, essendo preceduti da gestori di origine tedesca (20,7% con un incremento in valore assoluto di 71 miliardi di euro rispetto ai precedenti 12 mesi), statunitense (18,7%), svizzera (17,4%) e britannica (9,6%). L'87% del patrimonio di questi fondi riguardava gli *umbrella funds*, ovvero fondi di fondi. L'informativa disponibile sui fondi irlandesi è assai carente; a fine 2007, secondo le statistiche pubblicate dall'IFIA (Irish Funds Industry Association), i patrimoni gestiti avevano raggiunto gli 806 miliardi di euro (10% in più rispetto al 2006), scendendo a 769 miliardi alla fine dello scorso mese di marzo. Solo il 2,1% dell'importo a fine 2007 si riferiva a gestori locali; tra quelli esteri, gli italiani figuravano al terzo posto con una quota del 3,2%, dopo gli statunitensi (44,1%) e i britannici (38,4%); seguivano i tedeschi (2,4%).

Raccolta netta (Tab. I, pagg. 2-5). Per il quarto anno consecutivo, la raccolta netta dei fondi italiani ha registrato un saldo fortemente negativo: per l'insieme indagato dall'Ufficio Studi, il deflusso nel 2007 ha superato i 43 miliardi di euro, nuovo record in negativo. Il totale dei riscatti, al netto delle nuove sottoscrizioni, nel quadriennio 2004-2007 è stato pari a circa 118 miliardi di euro, ma se si considerano i soli fondi aperti e le SICAV si toccano i 157 miliardi. All'interno dei fondi aperti è da segnalare la raccolta positiva dei fondi di liquidità (dopo tre anni di riscatti netti) e dei fondi flessibili: per i primi è stato determinante il saldo positivo dei *switch* in entrata (4,7 miliardi)

¹ Il dato relativo ai soli fondi aperti, escludendo i fondi di fondi (circa 31 miliardi), è 259 miliardi di euro.

che hanno più che compensato i riscatti netti (1,5 miliardi); per i secondi le sottoscrizioni sono state leggermente superiori a quelle del 2006 (7,9 miliardi contro 7,5 miliardi), riuscendo in tal modo a compensare il consistente aumento dei riscatti (passati da 5,3 miliardi nel 2006 a 7,6 miliardi nel 2007). Restando sui fondi aperti, i dati diffusi dall'associazione di categoria per l'intera industria indicano nel 2007 una raccolta negativa anche per i fondi di diritto estero distribuiti da intermediari italiani (*roundtrip*): 3,2 miliardi di euro che, aggiunti al deflusso dai fondi di diritto italiano, porta il totale 2007 a -54,8 miliardi. Nuovamente positiva, invece, la raccolta dei fondi distribuiti in Italia da gestori esteri (fondi di diritto estero), ma per un valore nei dodici mesi di soli 3,6 miliardi che rappresenta il saldo tra 11,3 miliardi di raccolta positiva nei primi sei mesi e 7,7 miliardi di riscatti netti tra luglio e dicembre. La larga prevalenza dei riscatti sulle nuove sottoscrizioni spiega la massima parte del comportamento atipico dei fondi italiani rispetto a quelli esteri. Infatti, pur tenuto conto della crisi dei mercati finanziari a partire dalla seconda metà del 2007, solo i fondi francesi hanno chiuso l'anno in negativo, insieme con quelli tedeschi; per questi ultimi avevano prevalso i riscatti anche l'anno precedente essenzialmente a causa di un trasferimento di risorse dai fondi nazionali a quelli *roundtrip* (soprattutto lussemburghesi, resi appetibili dalla tassazione differita oltre che dalla maggiore opacità nei rendiconti); un fenomeno, questo, che i gestori italiani avevano anticipato tra il 2001 e il 2005. Come già visto, i gestori tedeschi sono divenuti nel 2007 i principali promotori di fondi lussemburghesi, scavalcando gli americani. Per Francia e Germania – contrariamente a quanto avvenuto in Italia – l'effetto sul patrimonio è stato più che compensato dalle *performance* positive (di cui si dirà successivamente).

Nel 2008 anche i fondi di diritto lussemburghese hanno imboccato una tendenza regressiva; il loro patrimonio è infatti passato dai 2.059 miliardi di euro a fine 2007, ai 1.895 miliardi a fine marzo 2008, risalendo a 1.997 miliardi in aprile-maggio. Si tratta verosimilmente della reazione alle *performance* assai critiche del primo trimestre 2008 (stimabili in oltre 170 miliardi di perdite pari all'8% del patrimonio) e della crisi di liquidità che ha preso ad interessare i mercati finanziari internazionali

Osservando i fenomeni nel loro complesso, resta pertanto confermata la seguente valutazione: i) nell'ultimo quadriennio vi è stato un significativo disinvestimento dall'industria dei fondi quale fenomeno specifico italiano; ii) gli investitori hanno ricollocato parte dei loro impieghi presso fondi promossi da gestori di proprietà estera; iii) il riaggiustamento di una parte del portafoglio è avvenuto su prodotti finanziari diversi dai fondi. Per l'Italia non sono disponibili dati sulla proprietà dei fondi² e pertanto non è possibile capire se e in quale misura questo riaggiustamento abbia interessato gli investitori professionali (tra cui le stesse banche) più delle famiglie. Secondo dati Banca d'Italia (*Relazione 2008*, p. 189), la quota dei fondi comuni sul totale dei valori mobiliari di proprietà delle famiglie in deposito presso le banche italiane è diminuita di 5 punti (dal 21% al 16% circa); a fronte di tale flessione è aumentata la quota dei titoli di Stato (2,2 punti pari al 44% dei punti perduti dai fondi), delle obbligazioni bancarie (1,2 punti) e delle obbligazioni di altri emittenti (1,7 punti).

La tendenza nei primi 6 mesi del 2008 è rimasta critica e i gestori italiani hanno subito un nuovo deflusso di circa 42 miliardi di euro; il segno negativo ha riguardato anche i *roundtrip* (15 miliardi) ed i fondi di gestori esteri (13,2 miliardi); questi ultimi hanno tuttavia proseguito ad aumentare la quota di mercato che, a fine giugno scorso, aveva superato il 14% del patrimonio dei fondi aperti (ivi inclusi i *roundtrip*). I principali gestori esteri (52% del totale), in ordine di patrimonio gestito a fine 2007, sono JP Morgan, Crédit Agricole, Schrodgers e BNP Paribas.

² La trasparenza è uno dei temi ricorrenti in finanza e nei fondi viene generalmente ricondotta alla pubblicazione giornaliera del valore della quota. In tutta evidenza, tale dato non è sufficiente; in particolare, i fondi restano caratterizzati da un'elevata opacità poiché non rendono disponibile il dettaglio del portafoglio per singolo titolo e dei relativi movimenti ed inoltre non viene mai pubblicata la ripartizione dei proprietari delle quote. Queste informazioni sono essenziali per giudicare il grado di rischio associato al valore della quota che viene pubblicata e per valutare le specifiche modalità di gestione.

Passando alle altre categorie di fondi, si segnalano note positive principalmente per i fondi speculativi il cui patrimonio è aumentato del 28,5% rispetto al 2006 (erano inesistenti nel 2000) per effetto di cospicui flussi di raccolta netta (5 miliardi circa) e della soddisfacente *performance* (1,3 miliardi). Ugualmente in espansione i fondi pensione negoziali e aperti (con aumenti di patrimonio pari rispettivamente al 25,1% e al 22,5%), essenzialmente per effetto della nuova raccolta (oltre 3 miliardi di euro per le due categorie), ma a fronte di *performance* mediocri. E' proseguita anche la crescita dei fondi immobiliari che hanno raggiunto un volume di patrimonio di 9,7 miliardi (+4,3% rispetto al 2006), beneficiando di un risultato soddisfacente. Infine, i fondi riservati hanno subito un vero tracollo, riducendo il patrimonio del 76,4% a causa di quasi 6 miliardi di riscatti netti; si è trattato essenzialmente dell'effetto della liquidazione del Fondo Geo i cui attivi (costituiti da patrimonio della Fondazione Cariplo) sono stati trasferiti ad altro veicolo armonizzato, ma di diritto lussemburghese.

Secondo le statistiche EFAMA sui fondi europei normalizzati, nel 2007 la raccolta netta è stata pari a 88 miliardi di euro (contro 455 miliardi nel 2006), quale saldo di movimenti di segno opposto. Gli afflussi più cospicui hanno continuato a riguardare i fondi lussemburghesi (188,5 miliardi di raccolta netta) e irlandesi (stimati in circa 80 miliardi), seguiti a grande distanza dai fondi svizzeri (11 miliardi di euro), norvegesi (5 miliardi) e britannici (4,6 miliardi). Passando alle variazioni negative, il maggior deflusso è stato quello dai fondi italiani (quasi 60 miliardi di euro), seguiti dai francesi (28,8 miliardi), spagnoli (16,3 miliardi) e tedeschi (13,6 miliardi); come già ricordato, per questi ultimi si è trattato del trasferimento di risparmio sui *roundtrip* (i fondi lussemburghesi promossi da gestori tedeschi sono divenuti i più importanti del Granducato, a seguito di una raccolta netta pari a 47,5 miliardi di euro).

Nel primo trimestre 2008 (ultimo dato disponibile) i fondi europei armonizzati hanno dovuto fronteggiare riscatti netti per 31,4 miliardi di euro. Hanno inciso soprattutto i deflussi dai fondi italiani (circa 21 miliardi) e spagnoli (oltre 13 miliardi). Sono invece tornati in positivo i fondi francesi (sottoscrizioni nette per 7,7 miliardi) che hanno superato i lussemburghesi (6,2 miliardi).

Nei Paesi europei vigono regimi fiscali diversi. I fondi italiani sono tassati al 12,5% sul rendimento maturato. In Lussemburgo i fondi sono invece esenti da imposte sul reddito, fermo restando che gli investitori debbono poi pagarle nel paese di origine quando realizzano l'investimento. Il trattamento dei fondi francesi è simile, con la tassazione in capo all'investitore (imposta personale) quando vengono distribuiti i proventi oppure viene realizzata una plusvalenza sulla vendita del fondo. In Germania i rendimenti incassati dai fondi (come dividendi o interessi) sono tassati ad aliquota fissa, con esclusione dei *capital gain*; l'investitore privato è soggetto a tassazione su metà dei dividendi che incassa dai fondi e sulla totalità degli interessi attivi; i *capital gain* vengono tassati solo se le quote del fondo vengono vendute entro un anno.

Risultato netto e rendimento (Tab. I, pagg. 2-6). Nel 2007 i 1205 fondi italiani censiti in questa indagine hanno chiuso i loro bilanci con un saldo di utili pari a 6.029 milioni di euro a fronte degli 11.798 milioni del 2006 e dei 23.533 milioni del 2005. Limitandosi ai fondi aperti, che rappresentano il 76% del patrimonio di tutti i fondi, il 2007 ha chiuso in positivo per 3.412 milioni: dopo 5 anni resta ancora da recuperare una quota pari ad un settimo delle ragguardevoli perdite (63 miliardi di euro) del triennio 2000-2002.

Il dimezzamento del risultato del coacervo di tutti i fondi è dovuto prevalentemente alla forte riduzione delle plusvalenze realizzate (l'importo è quasi la metà di quello del 2006: appena 799 milioni di euro) e alle svalutazioni contabilizzate per allineare il portafoglio ai valori di mercato di fine anno (2,4 miliardi contro una rivalutazione di 4,4 miliardi nel 2006). Le riduzioni degli oneri di gestione (9% circa) e delle imposte (oltre 55%) non sono valse a fronteggiare gli esiti sfavorevoli della gestione del portafoglio; i proventi da investimenti si sono ridotti del 2% (v. Tabella su internet, Analisi del risultato netto). Come già ricordato gli utili più soddisfacenti sono stati registrati dai fondi speculativi (1,3 miliardi) e da quelli immobiliari (0,9 miliardi).

La *performance* dei fondi è stata influenzata dal rialzo dei tassi che ha prodotto un miglioramento nei rendimenti dei titoli di Stato e obbligazionari (nel 2007 il tasso dei BOT al netto d'imposte è

salito di quasi un punto, dal 2,3% al 3,2%) e dalla dinamica negativa delle borse (-3,7% la borsa italiana, -2,5% la media delle borse mondiali).

Nel 2007 il rendimento medio dell'insieme di tutti i fondi qui indagati è stato pari all'1,8%, contro il 3,3% del 2006 e il 6,4% del 2005³. Vi è stato un generale peggioramento (i fondi aperti dal 3% all'1,3%) da cui sono rimasti esclusi i fondi obbligazionari (1,3% nel 2007 contro lo 0,4% nel 2006), i riservati (3,7% contro 2,9%) ed i fondi di liquidità (2,7% contro 1,9%); nonostante il leggero calo, il rendimento medio più elevato continua a riguardare i fondi immobiliari (10,1% contro 10,4%) e i fondi chiusi (17,8% contro 10,6%) che costituiscono però una frazione trascurabile del totale (0,2%). Per questi ultimi la componente principale di profitto sono state le plusvalenze su realizzi di titoli, mentre nei fondi immobiliari hanno contato i proventi di natura corrente. Una nota particolare va riservata ai fondi pensione: quelli negoziali hanno messo in evidenza un rendimento dell'1,6%, quelli aperti una perdita dello 0,5%; per confronto, la rivalutazione del TFR è stata pari nel 2007 al 3,1%. Cumulando il periodo 2001-2007, il rendimento dei fondi pensione negoziali è stato pari al 18,7% (2,5% medio annuo) contro una rivalutazione del TFR al netto d'imposte pari al 21,1% (2,8% medio annuo).

Il rendimento dei fondi si conferma ancora insoddisfacente rispetto a quello degli impieghi alternativi (Tab. 1); il confronto con il tasso *risk free* è negativo nel 2007 e resta tale nel lungo termine (v. punto successivo). I fondi azionari hanno registrato nel 2007 un rendimento quasi nullo (0,3%), ma a fronte di dinamiche negative dell'indice azionario mondiale (-2,5%) e della borsa italiana (indice *Mediobanca total return* inclusivo dell'effetto imposte -3,7%).

La gestione dei fondi *esterovestiti* domiciliati in paradisi fiscali (quali Lussemburgo e Irlanda) non è valutabile compiutamente poiché i dati resi pubblici a livello Paese non consentono di stimarne con sufficiente precisione la *performance* aggregata, né suppliscono le statistiche rese dall'associazione italiana di categoria. Una stima di larga massima porta nel 2007 a rendimenti medi – scontata l'imposta italiana – intorno al 3%, da valutare considerando un grado di rischio più elevato per la maggiore componente azionaria. Il rendimento medio dei fondi venduti in Italia ma promossi da gestori esteri, anch'esso da valutare con grande cautela, è stimabile intorno all'11% netto.

Valutazione del rendimento dei fondi nel lungo periodo (Tab. 1 e grafici 4 e 5 in calce a questa nota). Negli ultimi 10 anni un impiego in BOT avrebbe reso un punto annuo in più di quello in fondi; la perdita patrimoniale complessiva è stata del 12,7%. Restringendo l'analisi all'ultimo quinquennio, l'intonazione diventa positiva ed il rendimento dei fondi supera quello dei BOT di 0,7 punti; essi coprono tuttavia a malapena il compenso al rischio sulla parte azionaria. Anche i fondi azionari diventano insoddisfacenti quando ci si pone su un orizzonte di valutazione a 5 e a 10 anni (i rendimenti dei fondi restano sempre inferiori, spesso di molto, a quelli dei due *benchmark*) (Tab. 1).

³ Il rendimento è calcolato come rapporto tra il risultato netto e la media mensile del patrimonio netto medio escluso lo stesso risultato. In via puramente concettuale, il rendimento calcolato sul valore della quota tra inizio e fine anno dà risultati equivalenti (il valore della quota sconta infatti i volumi di risultato che si accumulano nel patrimonio, tenuto conto delle vicende della gestione nei 12 mesi). Circa la sostanziale convergenza dei vari metodi di calcolo dei rendimenti si veda il Graf. 6 in calce a queste note. Occorre considerare che l'indagine dell'Ufficio Studi Mediobanca è rappresentativa, ma non include tutti i fondi; quelli esclusi ne comprendono alcuni verosimilmente non considerabili tra i *best performers*; per tale motivo si ritiene che la media qui calcolata non sia nel complesso peggiorativa della *performance* complessiva (ad esempio, nel novennio 1999-2007 il rendimento medio annuo qui calcolato è stato pari all'1,3% contro l'1,1% calcolato dalla Banca d'Italia). Nella metodologia dell'Ufficio Studi di Mediobanca incidono ovviamente gli eventuali scostamenti della media mensile rispetto alla media giornaliera; tali scostamenti possono essere peggiorativi o migliorativi del rendimento, ma vanno ritenuti del tutto ininfluenti sul risultato; infatti, nel 2000 il passaggio dalla media annuale calcolata come semisomma dei dati di inizio e fine anno, alla media annuale calcolata sulla base dei saldi mensili ha prodotto una differenza di rendimento irrisoria (0,1 punti a livello di tutti i fondi, scostamento nullo per l'aggregato dei fondi aperti; v. Tab. I, pag. 6).

Il giudizio sull'efficienza dell'industria dei fondi per l'economia del Paese deve basarsi su *benchmark* di sistema; i *benchmark* scelti dai singoli fondi (che saranno oggetto di una successiva analisi), infatti, rispecchiano le politiche di impiego liberamente scelte dai gestori (ed accettate dai risparmiatori i quali sono consigliati il più delle volte dai promotori e dalle banche). Esse non sono necessariamente quelle ottimali in termini complessivi; a titolo di esempio, il minor rendimento reso agli investitori dall'insieme dei fondi rispetto all'ipotesi di impieghi *risk free* ha comportato una distruzione di valore⁴ che si può valutare in 91 miliardi di euro nell'ultimo settennio (subita sostanzialmente nel biennio *horribilis* 2001-2002)⁵. Si tratta di risorse che avrebbero potuto trovare impieghi produttivi a sostegno dello sviluppo economico nazionale. Il profilo del solo ultimo quinquennio è stato invece positivo, ma la ricchezza creata (stimata in circa 600 milioni all'anno) è stata irrisoria rispetto ai volumi gestiti (mediamente oltre 300 miliardi di euro all'anno).

E' molto difficile confrontare i risultati della nostra industria dei fondi con quella degli altri principali Paesi. La valutazione dei divari è resa problematica dai diversi regimi fiscali (a cui si è accennato sopra), dalle diverse capacità professionali presenti nell'industria, dai diversi assetti proprietari dei gestori da cui conseguono politiche commerciali differenziate. Ciò premesso, la *performance* degli ultimi 8 anni (2000-2007) ha scontato ovunque un periodo molto critico nel triennio 2000-2002, cui è seguito un successivo recupero. Si è visto come in Italia il recupero non sia stato sinora sufficiente a compensare interamente le perdite; i dati dei fondi aperti censiti in questa nostra indagine segnano una *performance* cumulata che si salda in negativo per 9 miliardi di euro, ovvero una perdita pari al 2,1% del patrimonio a fine 1999. Lo stesso calcolo fatto per l'industria dei fondi degli Stati Uniti dà invece un risultato positivo (22,4%) che resta indicativo nonostante il differente trattamento fiscale.

Se i calcoli si limitano ai consuntivi dell'ultimo quadriennio è possibile aggiungere altri Paesi. In questo più breve periodo, i fondi italiani chiudono con una *performance* cumulata positiva pari all'11,7% del patrimonio in essere a fine 2003; ma si tratta ancora dell'indice meno soddisfacente; i fondi francesi chiudono con il 27,7%⁶, quelli statunitensi con il 31,1%, quelli britannici con il 76,6% (in questi ultimi due paesi la quota di *equity* è tuttavia molto superiore), mentre i fondi tedeschi registrano un 21%⁷. Questi ultimi, valutati negli otto anni, segnano invece un risultato negativo (-2,5%), non avendo ancora recuperato – come i fondi italiani – le perdite del 2000-2002.

Composizione del portafoglio (Tab. II, pag. 18-19 totale fondi). Dal 2003 in avanti la quota di patrimonio costituita da titoli di Stato e obbligazioni è diminuita passando dal 63,8% al 57% a beneficio: i) nel periodo 2003-2006 di maggiori impieghi in azioni, passati dal 21,7% al 23,7%, ma poi ridiscesi nel 2007 al 19,2% (è il minimo degli ultimi 11 anni); ii) di acquisti di quote di altri fondi passati dal 2,7% al 14,2% (per il 60% si tratta dei fondi speculativi); iii) della riduzione della quota di patrimonio non impiegata in titoli, scesa dall'11,8% al 9,6%. L'impiego in quote di altri

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

⁵ Taluni mettono in dubbio l'appropriatezza del confronto con un *benchmark*, ritenendolo non omogeneo perché quest'ultimo non terrebbe conto dei costi da sostenere per replicarlo. Questa posizione è tenuta da alcuni gestori nonostante sia noto che i grandi investitori istituzionali fissano severi *benchmark* per il rendimento richiesto sulle masse finanziarie che danno in gestione. In realtà, occorre considerare che il costo di un *benchmark* è da ritenere irrisorio per il gestore efficiente (grazie allo sviluppo dell'informatica) e trascurabile per l'investitore privato. Così è in particolare per i titoli di Stato: per decreto sono fissati limiti massimi sui BOT (es. non più dello 0,3% per quelli a 12 mesi), non sono permesse commissioni per la sottoscrizione di altri titoli di Stato, i costi dei depositi titoli sono molto bassi grazie alla smaterializzazione ecc. Quanto ai *benchmark* azionari basti ricordare che i fondi americani a gestione passiva applicano commissioni di gestione di pochi punti base (ad esempio, i principali fondi Vanguard replicano quasi esattamente la *performance* di mercato applicando lo 0,15%). L'affermazione ricorrente secondo la quale un singolo investitore non riuscirebbe a replicare il *benchmark* non è ammissibile perché: a) non vale per gli investitori professionali (che sono tra i sottoscrittori dei fondi); b) è opportunistica e discriminatoria – e quindi censurabile – nei confronti di piccoli investitori; c) non inficia il giudizio negativo nei casi di *performance* inferiori ai *benchmark* fissati dai singoli gestori, il cui operato deve scontare capacità di gestione adeguate a qualsiasi genere di replica e costi di gestione parametrati alle *best practices*.

⁶ I gestori francesi hanno dichiarato per il 2007 una *performance* del 2,5% sulle azioni (equivarrebbe al 2,2% tenendo conto di una tassazione equiparata a quella italiana) e del 2% sulle obbligazioni (1,75% netto). Il cumulo dei rendimenti sulle azioni negli ultimi 5 anni è stato pari al 75,5% (66% netto) e quello sulle obbligazioni al 14% (12,2% netto). La quota *equity* dei fondi francesi a fine 2007 era pari al 30% e quella degli obbligazionari e monetari al 45%.

⁷ Dato relativo ai *Publikumsfonds* (comprensivi di quelli di diritto lussemburghese) e agli *Spezialfonds*.

fondi è significativo anche nei fondi pensione aperti, dove le consistenze a fine 2007 coprivano il 22,7% del totale patrimonio.

I fondi italiani si distinguono per la bassa incidenza dell'impiego azionario; secondo i dati EFAMA a fine 2007, la quota dei fondi azionari sul totale dell'attivo di tutti i fondi armonizzati era pari nel mondo al 47,6% (media su dati in euro); le incidenze maggiori (oltre il 60%) sono registrate dai fondi belgi, svedesi, britannici, giapponesi e di Cina e Hong Kong; la media europea è intorno al 41% e quella degli Stati Uniti (base dati ICI) è del 54%.

Dettagli del risultato aggregato (Tab. IV, pagg. 84-85 per il totale fondi; ulteriori dettagli nella Tabella pubblicata su internet). L'utile nel 2007 è stato pari a 6 miliardi di euro. Quanto al dettaglio delle voci, quella che ha inciso di più, in negativo, ha riguardato le perdite di cambio sui titoli in valuta: 5 miliardi circa, che si sono aggiunti ai 6,2 miliardi subiti l'anno precedente, portando il totale degli ultimi 6 anni a 25 miliardi. In buona misura (quasi i tre quarti nel 2007) derivano da riallineamenti ai valori di mercato di titoli esteri.

Si sono poi aggiunte 2,9 miliardi di perdite su valutazioni di titoli denominati in euro (sia di azioni che titoli di Stato e obbligazioni). La negoziazione di titoli denominati in euro ha generato utili per le azioni (1,3 miliardi) e perdite per i titoli di Stato e le obbligazioni (657 milioni).

Rotazione (Tab. V). Nel 2007 l'indice di *turnover* è peggiorato, aumentando da 1,2 a 1,4 volte per i titoli di Stato e le obbligazioni, da 1,6 a 1,9 per le azioni e da 0,8 a 0,9 per le quote di fondi.

Si tratta sempre di indici da giudicare anormalmente elevati. L'indice generale di 1,5 volte segnala che il portafoglio, in media, viene totalmente movimentato ogni 8 mesi; per le azioni il tempo di possesso si riduce a poco più di 6 mesi. La media statunitense per il comparto azionario è pari ad oltre 2 anni. E' ancora da ritenere dunque che l'industria italiana nel suo complesso sconti un eccesso di *trading* e che i risultati insoddisfacenti richiamati in precedenza non possano essere spiegati da politiche selettive.

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 pari mediamente a 0,57 volte (media 1973-2007) con tendenza nell'ultimo triennio ad assestarsi intorno a 0,5 volte. Come è noto, una rotazione eccessiva si traduce in maggiori oneri di negoziazione che gravano sugli investitori attraverso riduzioni di rendimento.

Costi di gestione (v. Tabelle su internet, file Dati e indici). Il volume delle commissioni è stato pari a 4,7 miliardi di euro contro i 5,2 miliardi nel 2006. E' da segnalare che nei soli fondi aperti e SICAV, a fronte di una flessione del patrimonio in gestione tra fine 2006 e fine 2007 pari al 15,7%, gli oneri di gestione sono diminuiti del 17,6%. Per contro, nei fondi immobiliari si è avuto un aumento dei costi pari al 23% a fronte di un aumento di patrimonio del 4%. Ugualmente singolare la dinamica nei fondi di fondi: in quelli collegati i costi di gestione sono aumentati dell'1% circa nonostante il patrimonio gestito sia diminuito del 13%, mentre nei fondi di fondi non collegati l'espansione delle commissioni è stata del 45% a fronte di aumenti di patrimonio del 16%. Nei fondi speculativi i costi sono saliti del 36% a fronte di incrementi di patrimonio pari al 28%. Da segnalare anche il caso dei fondi pensione negoziali (la cui *performance* come già ricordato è stata insoddisfacente) dove il livello dei costi è irrisorio (0,2% del patrimonio, essendo esclusi i costi amministrativi diretti pari a circa lo 0,3% da noi compresi nel saldo proventi e oneri diversi) e dove, a fronte di un forte incremento del patrimonio (26%), i costi sono addirittura diminuiti del 2%.

Valutati nel loro insieme, i costi medi per le varie categorie di fondi sono variati di poco: la media generale è rimasta sull'1,4%, con gli azionari al 2,3% (contro il 2,5% nel 2006), i bilanciati all'1,7% (stesso valore nel 2006) e gli obbligazionari all'1,1% (invariato).

Il raffronto con l'industria americana mette sempre in evidenza che i fondi italiani sono molto costosi. I costi medi dei fondi statunitensi nel 2007 (dati ICI) sono stati pari negli azionari all'1,02% (1,28% nel 2000, 1,98% nel 1990) e negli obbligazionari allo 0,79% (1,03% nel 2000 e 1,89% nel 1990), mentre i monetari sono stabili intorno allo 0,4%. Nei raffronti occorre considerare che gli indici di costo calcolati dall'Ufficio Studi di Mediobanca (2,3% gli azionari, 1,1% gli obbligazionari) riguardano solo gli oneri correntemente addebitati dai gestori (gli unici deducibili dai rendiconti annuali) ed escludono le commissioni di vendita che gli intermediari trattengono nel momento in cui i risparmiatori sottoscrivono le nuove quote. Escludendo queste ultime, il costo medio dei fondi statunitensi scende allo 0,88% per gli azionari e allo 0,67% per gli obbligazionari (dati riferiti al 2006); la percentuale nei monetari è sempre dello 0,4%. Su questa base, il costo di gestione corrente dei fondi italiani sarebbe pari a due volte e mezzo negli azionari e a quasi il doppio negli obbligazionari.

Raffronto tra valori delle quote e *benchmark* (v. Tabella C, pubblicata su internet). La tabella C riporta le differenze tra i rendimenti dichiarati dai gestori ed i relativi *benchmark*. Il 2006 è il primo anno nel quale tutti i gestori hanno usato le versioni *total return* dei *benchmark*; i dati degli anni precedenti sono stati da noi opportunamente rettificati. Nel 2007 le differenze tra rendimenti e *benchmark*, sempre negative da quando questi ultimi sono stati introdotti (anno 2000), sono rimaste stabili: 1,3 punti in meno come nel 2006 e, salvo piccoli scostamenti, negli anni precedenti sino al 2002. Nel 2007 le differenze sono state negative in tutti i comparti salvo in quello "Finanza" che però rappresenta meno dello 0,1% del patrimonio complessivo (qui i rendimenti hanno superato i *benchmark* di un punto, mentre nel 2006 erano in negativo di ben 3,4 punti). Nell'azionario le differenze negative si sono ridotte di mezzo punto attestandosi a -2,1. In forte crescita il rosso nei bilanciati la cui *performance* è stata battuta dai *benchmark* per ben 2,5 punti, il massimo degli ultimi 6 anni; restano intorno ad un punto i *minus* negli obbligazionari e sopra il mezzo punto quelli sui fondi di liquidità.

Il dettaglio dei fondi azionari continua ad evidenziare forti differenziali negativi: negli "Internazionali", che contano per l'11,9% del patrimonio complessivo dei fondi azionari, i rendimenti sono stati battuti dai *benchmark* di 4,7 punti; il *minus* è stato di 4,4 punti per i fondi specializzati nell'area euro (7% del totale). Assai meno negativa la *performance* nei fondi azionari Italia dove è stato registrato un -1,3 punti (contano per quasi il 20% del patrimonio complessivo dei fondi azionari) e in quelli "Europa" che hanno segnato -1,1 punti (sono il comparto più importante con un investimento pari al 30,9% del totale azionario). Nel 2006, i rendimenti nei fondi concentrati sui titoli europei avevano un *minus* di 2,6 punti rispetto ai *benchmark* e quelli "Internazionali" di 3,6 punti. L'area del Pacifico (10,3% del patrimonio azionario complessivo) riserva sempre brutte sorprese, con *performance* insufficienti di 2,4 punti nel 2007 contro 4,2 nel 2006.

Si conferma il quadro complessivo rilevato nelle precedenti edizioni dell'indagine: la larga maggioranza dei gestori produce rendimenti netti inferiori al *benchmark*. Nel 2007 la percentuale è stata dell'86%, esattamente uguale a quella calcolata nel 2006. La quota raggiunge percentuali quasi totalitarie (rispettivamente, 96,6% e 95,7%) per i fondi di liquidità e per quelli obbligazionari; meno elevate, ma sempre decisive sui risultati complessivi sono le *performance* nei bilanciati dove l'89,6% dei gestori (70% nel 2006) è stato battuto dal *benchmark* e negli azionari (76,3% nel 2007 contro 81,4% nel 2006). Le gestioni curate dai cosiddetti "indipendenti" hanno registrato risultati peggiori: i rendimenti nel loro complesso sono stati battuti dai *benchmark* di 3,5 punti e la differenza sale a ben 8,7 punti nel comparto azionario. La quota di fondi che hanno battuto il *benchmark* risulta tuttavia più elevata: il 22% circa contro il 14% a livello complessivo; lo stesso si verifica per gli azionari dove il 36% dei fondi ha reso più del *benchmark* (contro il 24% a livello complessivo). Ciò fa dedurre che le differenze positive riguardano fondi poco importanti, mentre quelle negative (più pesanti nella media generale) riguardano la prevalenza dei patrimoni gestiti.

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

anni. Continua la rilevante (e determinante) caduta della percentuale man mano che si allunga l'orizzonte. Praticamente, già considerando solo l'ultimo triennio la quota dei fondi meglio performanti passa dal 13% se si giudica solo sui consuntivi dell'ultimo anno⁸ all'1% quando ci si estende al triennio. La quota dell'1% resta poi invariata sino al quinquennio. La situazione è peggiorata rispetto a quella vista nell'edizione precedente dove in un orizzonte di cinque anni i fondi che battevano il *benchmark* erano il 2% del totale. Il contesto descritto fa pensare che i differenziali positivi rispetto ai *benchmark* siano da giudicare di breve durata e di norma non ripetibili nel lungo periodo.

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

Composizione del portafoglio (Tabelle su internet D ed E). I titoli denominati in euro costituiscono l'83% del portafoglio dei fondi comuni aperti italiani a fine 2007 (Tab. D). La percentuale sale all'89,7% nei fondi obbligazionari e al 100% in quelli di liquidità; si riduce nelle altre categorie con un minimo per i fondi azionari (49,4%) dove salgono per contro i titoli denominati in dollari USA (17,3%), sterline (8,9%) e yen (6,6%). Qui incidono anche le "altre divise" con l'11,7% contro l'8,5% rilevato nell'indagine del 2006. Il dollaro mantiene una presenza importante anche negli impieghi dei fondi bilanciati (11,2% del totale) e in quelli flessibili (9,4%). Rispetto al 2006 la quota del dollaro è scesa di oltre tre punti in tutti i comparti salvo nei fondi obbligazionari (dove è rimasta sostanzialmente costante, ma su un patrimonio fortemente ridimensionato dai riscatti dell'anno). In questa variazione è da considerare ovviamente la rivalutazione dell'euro pari all'11% contro il dollaro.

Il 96% circa degli investimenti resta concentrato nei Paesi OCSE (Tab. E). L'Italia conta per meno della metà, ma permane una netta differenza tra le azioni e gli altri titoli. Nel complesso degli investimenti azionari i titoli di emittenti italiani pesano per il 23%, pari al 5,9% del portafoglio titoli complessivo. Qui i principali obiettivi dei nostri gestori riguardano i titoli emessi da società estere appartenenti ai paesi UE (36% dell'azionario pari al 9,1% del portafoglio complessivo) e agli altri affiliati all'OCSE (30% circa pari al 7,5% del totale). L'Italia costituisce invece il principale obiettivo scelto per gli investimenti in titoli di Stato i quali contano per il 57,7% del portafoglio complessivo; i titoli dello Stato italiano coprono il 66% di tutti i titoli di Stato, seguiti dalle emissioni degli altri paesi dell'Unione europea (29%). Il 15,9% del portafoglio è costituito da altri titoli di debito tra cui le obbligazioni bancarie pesano per il 6,9% e quelle di altri emittenti privati per l'8,2%. Le obbligazioni di emittenti italiani e di altri paesi UE (tra cui Lussemburgo e altri paesi dell'Unione similmente "dorati") rappresentano il 6,3% del portafoglio complessivo ed il 40% circa dell'impiego nella categoria "altri titoli di debito". La percentuale è all'incirca invariata rispetto al 2006, ma questi impieghi si segnalano perché costituiscono la categoria più importante che, nel confronto col 2006 e nonostante il forte flusso di riscatti, si è espansa in valore assoluto (circa l'8% in più a fronte di una flessione del portafoglio complessivo di oltre il 16%). Difficile valutare se si tratta dell'effetto di scelte dei gestori oppure di un minore impatto delle rettifiche di valore. Un'altra categoria la cui dinamica risulta controcorrente, pur se con valori assai più contenuti, è quella degli

⁸ La piccola discrepanza tra tale dato e quello (13,6%) deducibile dalla Tab. C deriva dalla presenza di fondi che non hanno ancora prodotto cinque anni di risultati.

impieghi in quote di altri fondi (rappresentano poco più dell'1% del portafoglio complessivo), più che raddoppiati in volume rispetto all'anno precedente.

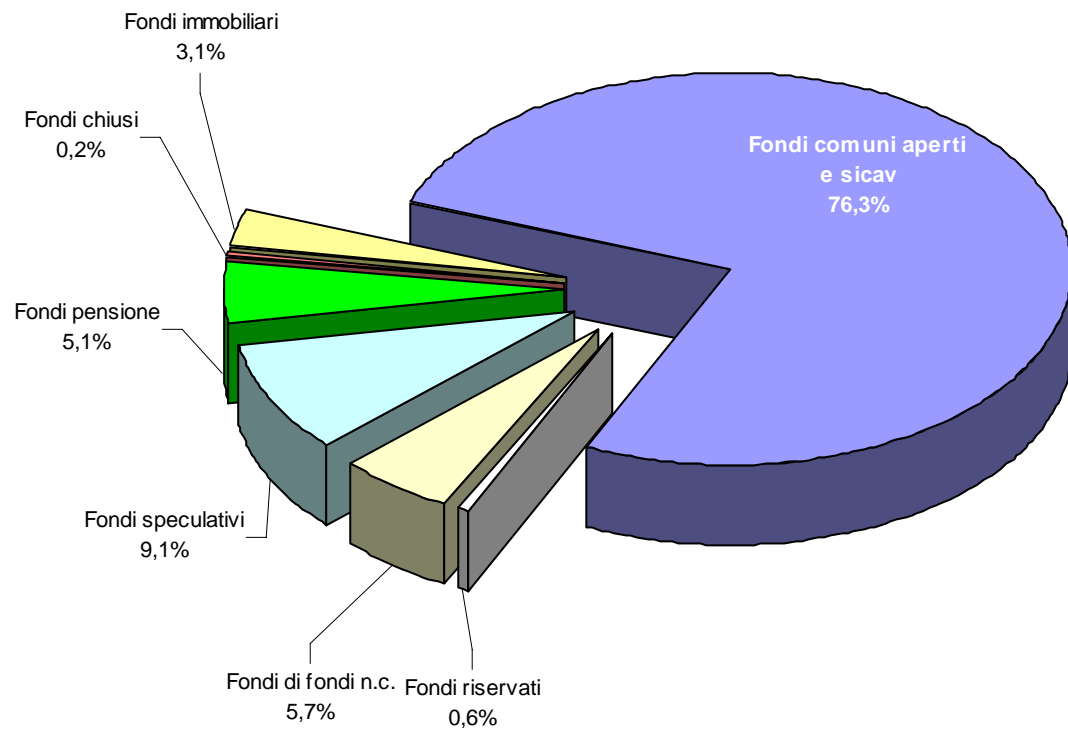
Costi di gestione: oneri di negoziazione (v. Tabelle su internet, F e G). Questa rilevazione si basa sui dettagli pubblicati nei rendiconti a partire dal 2005. I dati sono parziali poiché escludono gli oneri sulla negoziazione dei titoli di debito che costituiscono, come visto, il 74% del portafoglio (in tal caso gli oneri non vengono resi disponibili pur essendo prevista un'apposita voce nel rendiconto). Gli oneri evidenziati riguardano quindi in massima parte le azioni; essi sono stati riesposti nelle Tabb. F e G. Il totale degli oneri dei fondi del campione è pari a 282 milioni di euro; rapportando quelli sulla negoziazione di titoli azionari (265 milioni) al cumulo degli acquisti e delle vendite rilevati nella Tab. III della nostra indagine (pp. 30-31) si ottiene un costo medio pari all'1,3 per mille (nel 2006 era stato calcolato l'1,5 per mille); il compenso per la negoziazione di quote di fondi risulta invece pari allo 0,6 per mille (sostanzialmente analogo a quello del 2006). Tornando ai soli ammontari dichiarati (e cioè 282 milioni), la quota percepita da soggetti del gruppo a cui appartiene lo stesso gestore del fondo è pari all'11,6% (contro 17% circa sia nel 2006 che nel 2005). Gli oneri sulla negoziazione di fondi si sono fortemente ridimensionati (-70% circa), mentre sono aumentati del 12% circa quelli sulla negoziazione di derivati. In quest'ultimo campo gli oneri pagati a soggetti del gruppo di appartenenza del gestore costituiscono il 18% del totale (erano il 22% nel 2006 e il 26% nel 2005).

Relativamente agli interessi passivi, quando il fondo contrae debiti di finanziamento, i relativi oneri vengono percepiti in prevalenza da soggetti del gruppo: oltre il 63% nel 2007, contro 49% nel 2006 e 87% nel 2005. Gli oneri di negoziazione che non vengono addebitati da soggetti appartenenti allo stesso gruppo che controlla la società di gestione risultano sempre pagati in prevalenza (62,2% contro il 56,6% nel 2006) a banche e intermediari esteri, ciò che si spiega forse con la percentuale di investimenti in azioni non italiane (pari come visto agli otto decimi). L'incidenza è inferiore, ma non di molto, per le tre maggiori SGR: 58% contro il 63% pagato dalle restanti SGR.

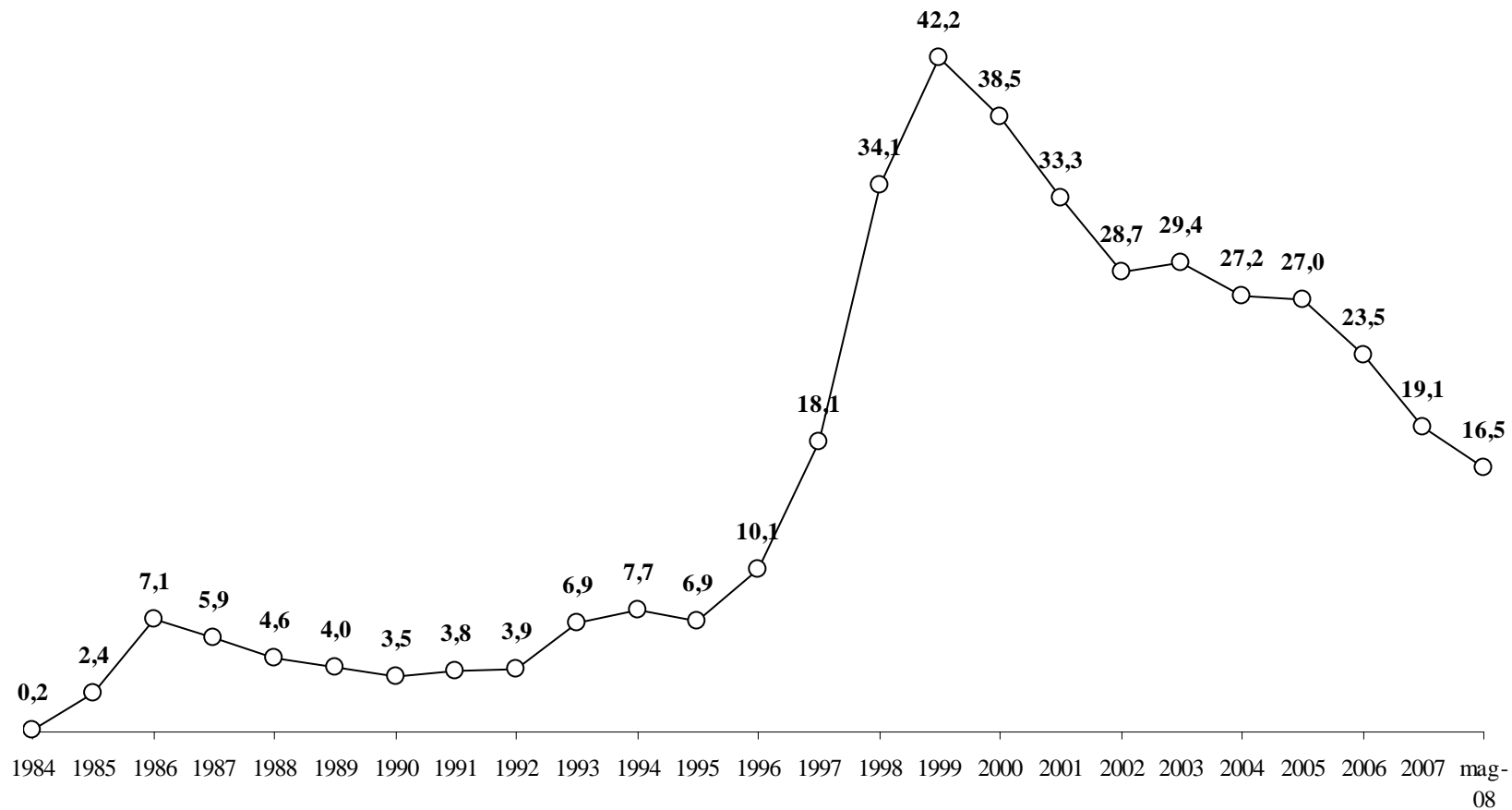
Tab. 1 - Fondi comuni aperti: rendimenti al netto d'imposte

| | Nel 2007 | Dalla nascita Dal 1984 al 2007 | | Ultimi 10 anni Dal 1997 al 2007 | | Ultimi 5 anni Dal 2002 al 2007 | |
|-----------------------------------|-------------|------------------------------------|------------------|------------------------------------|------------------|-----------------------------------|------------------|
| | | Var. % assoluta | % media annua | Var. % | % media annua | Var. % | % media annua |
| Tutti i Fondi | 1,3 | 354,7 | 6,5 | 20,4 | 1,9 | 17,9 | 3,3 |
| BOT a 12 mesi | 3,2 | 410,4 | 7,0 | 33,1 | 2,9 | 12,5 | 2,4 |
| <i>Differenza</i> | -1,9 | -55,7 | -0,5 | -12,7 | -1,0 | 5,4 | 0,9 |
| | | Ultimi 20 anni Dal 1987 al 2007 | | | | | |
| Fondi azionari | 0,3 | 163,6 | 5,0 | 18,0 | 1,7 | 47,8 | 8,1 |
| <i>Indice MIB/MB total return</i> | -3,7 | 406,3 | 8,4 | 143,3 | 9,3 | 93,8 | 14,1 |
| <i>indice MSCI World in €</i> | -2,5 | 503,4 | 9,4 | 46,8 | 3,9 | 55,8 | 9,3 |

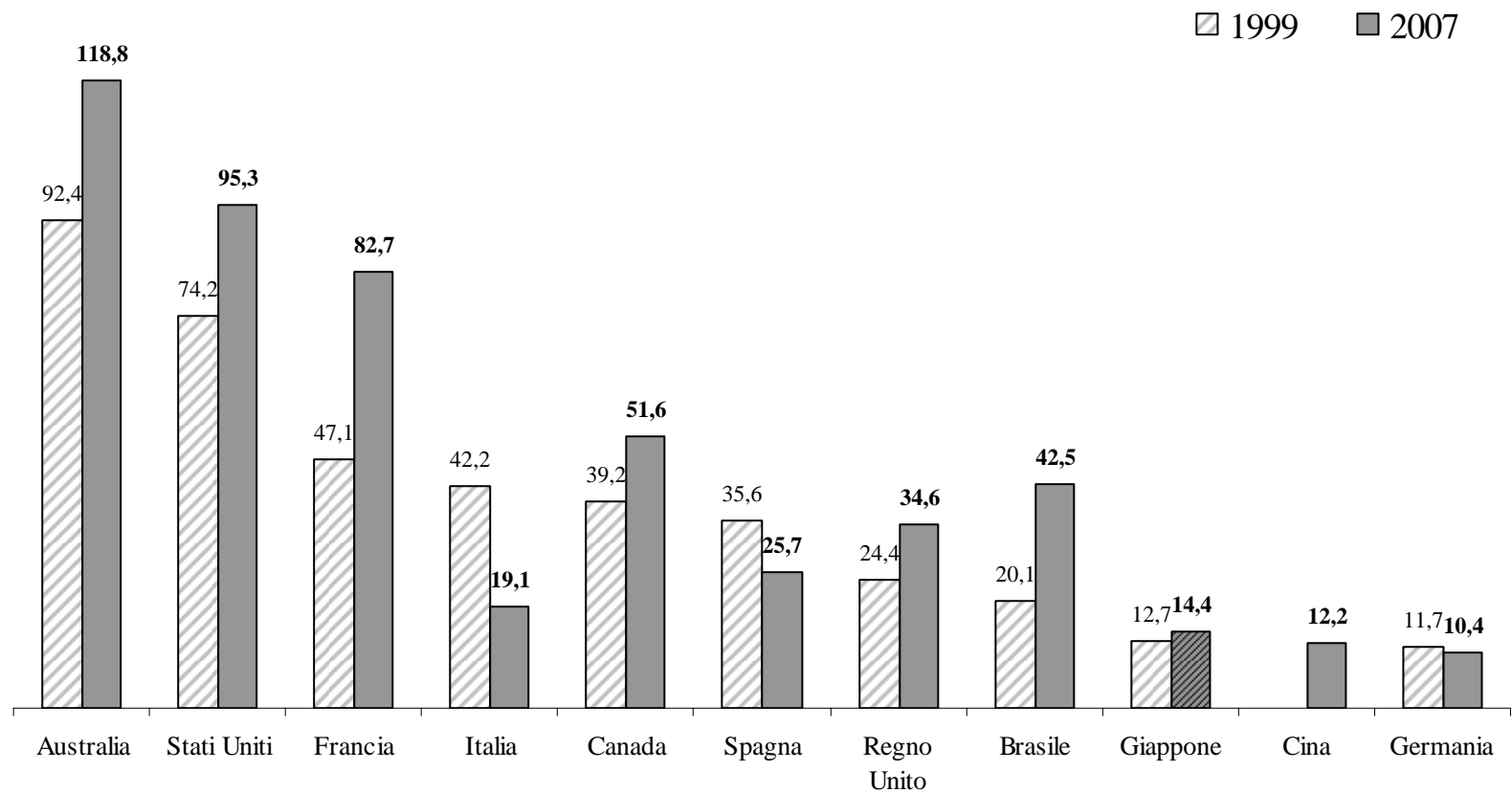
Graf. 1 – Patrimonio netto dei fondi italiani a fine 2007



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

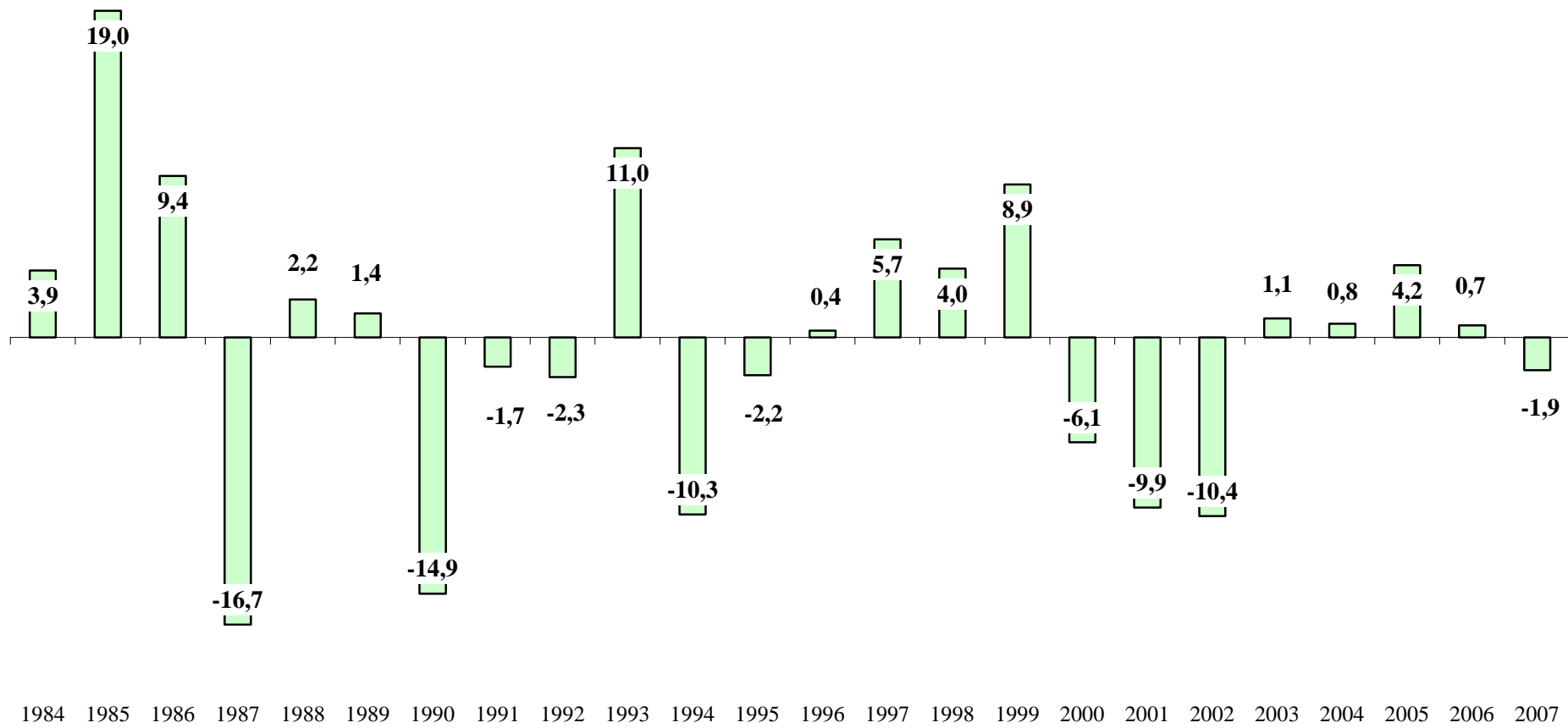


Graf. 3 - Patrimonio netto dei fondi nazionali in % del PIL

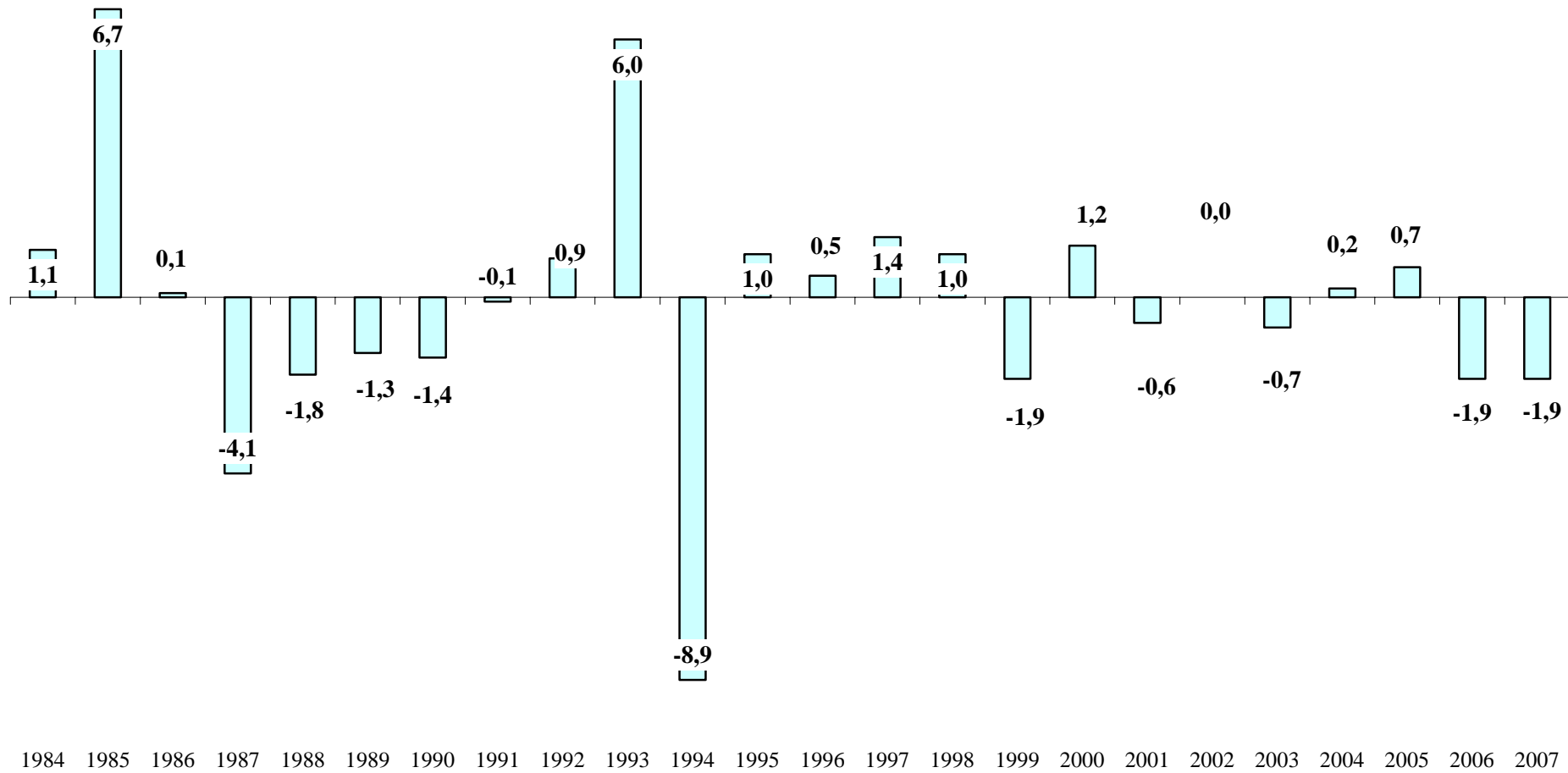


Graf. 4 - Totale fondi contro BOT

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)

