

UFFICIO STUDI MEDIUMBANCA
INDAGINE SUI FONDI E SICAV ITALIANI
(1984-2010)

luglio e dicembre 2011

L'indagine è giunta alla XX 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 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* (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
1003 fondi di diritto italiano

Questa edizione considera 1003 fondi di diritto italiano facenti capo agli operatori più importanti per patrimonio gestito (25 per i fondi aperti). Il tasso di rappresentatività dell'industria in termini di patrimonio è del 94% nel comparto dei fondi aperti e di oltre il 96% nelle altre categorie. Rispetto all'edizione precedente sono stati rilevati 86 fondi in più, tenuto conto di 89 fondi incorporati e di 6 fondi che non hanno reso disponibile il rendiconto.

Sintesi

- **Prevalgono sempre i riscatti:** i fondi italiani continuano a subire riscatti il cui volume supera di molto le nuove sottoscrizioni; nel 2010 si è trattato di circa 20 miliardi di euro; nel complesso il patrimonio a fine 2010 ha segnato il minimo dal 1998. Il ridimensionamento dell'industria, decima nel contesto internazionale, si traduce in un'incidenza dei patrimoni gestiti sul PIL pari all'11% 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 65%.
- **Risultato positivo di gestione:** nel 2010 i fondi hanno chiuso i loro conti con un modesto utile aggregato (5,5 miliardi di euro su un patrimonio da gestire che ad inizio anno era pari a 238 miliardi), più che dimezzato rispetto all'anno precedente; il rendimento medio del patrimonio è stato pari al 2,4%, livello relativamente basso da attribuire sia alla prevalenza del comparto obbligazionario (compreso il monetario copre quasi i tre quarti dell'attivo), sia alle modalità di gestione.
- **Modalità di gestione:** i costi di gestione sono fermi all'1,2% del patrimonio con la punta del 2,5% nel comparto azionario. Anche la **rotazione** del portafoglio (8 mesi e mezzo) 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 27 anni avrebbe subito, rispetto ad un impiego annuale in Bot a 12 mesi, una perdita in conto capitale vicina al 90%. Sulla base del tasso *risk free*, il frutto dei fondi aperti mette in evidenza una distruzione di valore pari ad oltre 130 miliardi di euro nell'ultimo decennio.
- **Nel 2011:** secondo le statistiche ufficiali disponibili, nel primo semestre 2011 vi è stato un nuovo importante deflusso dai fondi aperti di diritto italiano con riscatti netti pari a 15 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 2,4 miliardi. La *performance* nei sei mesi può ritenersi nulla.

Patrimonio complessivo (Edizione 2011 carta, Tab. I, pagg. 2-5).

I 1003 fondi indagati dall'Ufficio Studi contavano alla fine del 2010 un patrimonio aggregato pari a 223 miliardi di euro, dei quali 156,4 miliardi relativi a fondi aperti e SICAV (Graf. 1). Rispetto al 2009 vi è stata una flessione attribuibile prevalentemente al volume di riscatti che ha superato quello delle nuove sottoscrizioni di 19,6 miliardi. Il risultato della gestione è stato pari a 5,5 miliardi di euro dopo aver contabilizzato 4 miliardi circa di utili netti sul portafoglio, costituiti per quasi sei decimi da riprese di valore originarie dal recupero dei prezzi sui mercati finanziari. Contrariamente alle tendenze emerse negli anni precedenti, gli oneri di gestione sono rimasti praticamente invariati.

Quanto alle singole categorie, quella più importante dei fondi aperti e Sicav ha subito un calo di patrimonio del 12%. Essi hanno chiuso l'esercizio con un risultato netto pari a 3,3 miliardi di euro, sopraffatto dai riscatti netti (di cui si dirà più avanti). Gli oneri di gestione qui sono diminuiti del 2%. I fondi pensione hanno subito una decurtazione dell'utile pari al 56% cui ha contribuito la caduta dei profitti da vendite e rimborsi di titoli (-73%) e la prima svalutazione del portafoglio negli ultimi 9 anni. Gli oneri di gestione per contro sono lievitati del 22% circa, poco più dell'aumento del patrimonio a fine anno (+20%). Dinamica contro corrente per i fondi riservati, gli unici in perdita netta, ma con oneri di gestione in aumento del 15%.

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 2010 l'industria mondiale dei fondi contava un patrimonio gestito pari a 18.484 miliardi di euro, un importo che superava del 4% i 17.752 miliardi dell'anno pre-crisi 2007. Gli Stati Uniti restano stabilmente al primo posto con il 48% del totale; l'Europa conta nel suo insieme per il 32%. In Asia i valori più importanti sono segnati dall'Australia (6% del totale) e dal Giappone (3%). La Cina è sempre poco rilevante (1,5% del totale) e per giunta non ha ancora recuperato il livello pre-crisi. 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. Se si escludono Lussemburgo e Irlanda, l'Italia si mantiene in decima posizione, dopo Stati Uniti, Francia, Australia, Brasile, Regno Unito, Giappone, Canada, Cina e Germania. Nel 2004 (anno nel quale, secondo le statistiche EFAMA, il valore del patrimonio gestito dai fondi normalizzati italiani toccò il massimo storico di 376 miliardi di euro) la nostra industria era al 4° posto. Lussemburgo e Irlanda ospitano essenzialmente fondi *esterovestiti* (rispettivamente, 1.881 miliardi e 759 miliardi). Nel 2010 il patrimonio dei fondi italiani rapportato al PIL (compresi i non armonizzati) è stato pari al 15% contro la media europea del 65%. Limitandosi ai fondi aperti armonizzati, il rapporto è del 10,7% 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 e gli utili vengono tassati al momento del realizzo (e non della maturazione come avveniva in Italia prima della recentissima riforma che ha parificato il trattamento tributario a partire dal corrente mese di luglio); quella dei fondi irlandesi è assai più mediocre. Questi fondi sono chiamati *roundtrip* e alla fine del 2010 costituivano il 50% 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 2010 i gestori di tutto il mondo avevano domiciliato nel Granducato fondi il cui patrimonio aggregato totalizzava 2.199 miliardi di euro, il 7% in più della consistenza di fine 2007; le provenienze più importanti erano, nell'ordine, gli Stati Uniti (22,7%), la Germania (17,2%), la Svizzera (15,1%), il Regno Unito (12,9%) e la Francia (8,3%); gli italiani erano al sesto posto e coprivano l'8,1% del totale con 177 miliardi di euro. Relativamente all'Irlanda, l'IFIA Irish Funds Industry Association

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.

dichiarava che a fine 2010 i patrimoni gestiti dei fondi domiciliati in quel paese, comprendendo i non armonizzati, erano pari a 963 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 (52%) e britannici (32%).

Raccolta netta

(Edizione 2011 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 nel settennio un deflusso pari a 199 miliardi di euro, ma i soli fondi aperti e Sicav hanno superato i 233 miliardi, cifra pari ad una volta e mezzo il patrimonio in essere a fine 2010. In quest'ultimo anno i riscatti hanno superato le sottoscrizioni di 19,6 miliardi (23,7 miliardi per i soli fondi aperti). Al di fuori degli aperti, nel 2010 la raccolta netta è risultata generalmente positiva, soprattutto nella categoria dei fondi pensione: 4 miliardi di euro, per il 76% in quelli negoziali. Negativi invece i fondi riservati (491 milioni di euro) e ancor più quelli speculativi (1,8 miliardi).

In Europa l'industria dei fondi ha beneficiato nel 2010 di un afflusso importante di risparmio. La raccolta netta complessiva è stata pari a 335 miliardi di euro tra armonizzati e non armonizzati portando il patrimonio complessivo al massimo storico di oltre 8 mila miliardi. I flussi sono stati negativi nel comparto dei fondi monetari, dove i riscatti prevalgono sulle sottoscrizioni sin dal secondo trimestre del 2009. Per il complesso dei fondi armonizzati, i Paesi che hanno subito deflussi netti sono stati, in ordine di importanza, la Francia (84,7 miliardi), la Spagna (23,5 miliardi) e l'Italia (22,5 miliardi). I più importanti afflussi sono invece stati nei fondi lussemburghesi (114,1 miliardi), irlandesi (100,7 miliardi), britannici (54,6 miliardi) e tedeschi (10,4 miliardi).

Nel primo semestre 2011 i dati diffusi dall'associazione italiana dei gestori indicano per l'intera industria un nuovo supero dei riscatti sulle sottoscrizioni per 14,7 miliardi di euro. Le variazioni negative sono state registrate nelle categorie dei fondi di liquidità, degli obbligazionari e negli speculativi. Positive invece le variazioni dei fondi *roundtrip* (2,4 miliardi).

Nei primi tre mesi del 2011 si sono confermate variazioni negative importanti nei fondi francesi e italiani. Mentre nel caso italiano le variazioni sono omogenee nel segno nei vari comparti, in Francia i riscatti hanno colpito prevalentemente i fondi monetari e quelli azionari. Si confermano afflussi consistenti in Lussemburgo e Irlanda, cui si aggiungono Svizzera, Regno Unito e Norvegia. Per l'insieme dei paesi europei la raccolta netta risulta positiva per circa 30 miliardi di euro

Risultato netto e rendimento

(Edizione 2011 carta, Tab. I, pagg. 2-6, Tab IV, pagg. 88-99, Tabella su internet file *Dati e indici*).

Nel 2010 i 1003 fondi italiani censiti in questa indagine hanno chiuso i loro bilanci con un utile netto di 5,5 miliardi di euro contro i 13,3 miliardi del 2009. I dati per i soli fondi aperti sono rispettivamente 3,3 miliardi di euro di utili nel 2010 contro 10 miliardi circa nel 2009. Il risultato dell'anno precedente era stato influenzato dal recupero dei valori di mercato dei titoli in portafoglio deterioratisi con la crisi finanziaria da cui era emersa una perdita nel 2008 di 24,7 miliardi di euro (15,4 miliardi nei soli fondi aperti).

L'utile del 2010 per il complesso dei fondi, pari a 5,5 miliardi, rappresenta il saldo delle seguenti partite: i) le plusvalenze sul portafoglio che hanno inciso per 4,1 miliardi (di cui 2,3 miliardi di utili su negoziazioni e 1,8 miliardi di riprese di valore); ii) gli oneri di gestione addebitati per 2,8 miliardi di euro (praticamente lo stesso importo del 2009); tra i ricavi, iii) il complesso di cedole, dividendi e altri proventi degli investimenti è stato pari a 5,3 miliardi (-10,5% rispetto al 2009), mentre iv) il saldo degli oneri tributari si è confermato negativo, ma per appena 0,7 miliardi di euro (contro 2,1 miliardi nei precedenti 12 mesi). Resta un saldo altri proventi e oneri negativo per 0,4 miliardi.

Nel 2010 il rendimento medio dell'insieme dei 1003 fondi è stato pari al 2,4%². I fondi aperti hanno segnato il 2%. Hanno registrato performance negative i fondi riservati (-0,5%) e quelli di liquidità (-0,3%). I migliori sono stati i fondi di fondi non collegati (6,9%) e i fondi pensione aperti (4,2%) che però hanno a mala pena recuperato i livelli di fine 2007. I fondi pensione negoziali hanno segnato il 3%. Restando sui fondi pensione, fatto 100 l'anno 2000, quelli negoziali hanno chiuso il 2010 cumulando un rendimento del 27,1%, inferiore alla rivalutazione del TFR, pari al 30,1%; i fondi pensione aperti invece recuperano le perdite, ma chiudono con un modesto 2,4% in un decennio.³ Se il calcolo si riferisce solo all'ultimo quinquennio, la rivalutazione del TFR (13,5%) supera sia il rendimento dei fondi pensione aperti (1,7% appena) sia quello dei negoziali (11%) 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 semestre 2011 con una *performance* nulla. A livello europeo, gli armonizzati hanno chiuso i primi tre mesi del 2011 con perdite valutabili intorno all'1% del patrimonio netto. I due terzi delle perdite sono venuti dai fondi lussemburghesi e irlandesi.

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

Nel 2010 il rendimento medio dei fondi considerati in quest'indagine è stato pari al 2,4%. 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 (1,4 punti all'anno in meno) o gli ultimi 10 (oltre due punti all'anno in meno, con una perdita in conto capitale del 25,1%). Chi avesse tenuto un portafoglio con tutti i fondi disponibili negli ultimi 27 anni avrebbe subito, rispetto ad un impiego annuale in BOT a 12 mesi, una perdita di patrimonio di quasi il 90%. Limitandosi ai fondi azionari, il rendimento 2010 è stato pari al 10%, pari alla metà delle borse internazionali (loro principale mercato di riferimento), ma migliore della *performance*, negativa del 6,5%, della Borsa italiana. Anche qui, la prospettiva di lungo periodo propone un quadro non favorevole. Negli ultimi 5 anni le perdite dei fondi italiani sono state più pesanti di quelle della media delle borse internazionali, mentre sul decennio la *performance* negativa supera anche quella della Borsa italiana.

² 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. 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.

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 22 miliardi di euro; in un contesto decennale la distruzione di ricchezza sale a poco meno di 90 miliardi. Ove si tenesse conto del premio al rischio per la componente azionaria, la distruzione di ricchezza dal 2001 al 2010 sarebbe nell'ordine dei 130 miliardi di euro, importo pari ad otto decimi della consistenza dei fondi aperti alla fine dell'ultimo anno⁴. 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 (2006-2010). Essa è negativa per i fondi spagnoli. Per gli altri principali paesi, il rendimento più elevato è quello dei fondi britannici; fatto 100 il 2005, la *performance* cumulata ha portato il patrimonio a fine 2010 a 141 (in valuta locale). Praticamente allineati a 106-107 gli indici al 2010 di Germania, Lussemburgo e Stati Uniti, mentre la Francia chiude a 109. L'indice italiano omogeneo ai precedenti vale 104. In tutti questi paesi sono stati recuperati i livelli pre-crisi, ma i fondi del Regno Unito sono gli unici a segnare un progresso consistente superando 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 2010 al 41,5%, i fondi britannici esibiscono l'incidenza massima, pari al 62%, mentre quelli italiani sono al minimo del 14%. Gli altri paesi sono a livelli intermedi.

Composizione del portafoglio (Edizione 2011 carta, Tab. II, pag. 20-21 totale fondi).

Il patrimonio dei 1003 fondi italiani era costituito da titoli per l'87,6% e da attività diverse nette per il residuo 12,4%. Nei titoli figuravano titoli di Stato e obbligazioni per il 70%, azioni per il 18% e quote di altri fondi per il 12%. Nei soli fondi aperti la quota dei titoli di Stato e delle obbligazioni era pari all'80%, mentre la quota degli altri fondi scendeva al 2%. Quest'ultimo tipo di impiego caratterizza le categorie dei fondi di fondi e di quelli speculativi la cui incidenza sul patrimonio complessivo di tutti i 1003 fondi è pari al 9%. Le strutture di portafoglio più aggressive sono evidenziate dai fondi chiusi (impieghi in azioni pari al 64,7% dell'intero patrimonio) e dai fondi pensione aperti (quota azionaria pari al 23,8% e impieghi in altri fondi al 22%).

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 2010 i gruppi bancari nazionali controllavano 503 fondi aperti di diritto italiano cui faceva capo l'80% del patrimonio complessivo.

Rotazione

(Edizione 2011 carta, Tab. V, pagg. 100-111).

Nel 2010 il *turnover* dei 1003 fondi è tornato ad aumentare, risalendo a 1,4 volte dall'1,2 del 2009 (era 1,8 nel 2008). Nel dettaglio, la rotazione è 1,4 volte per i titoli di Stato e le obbligazioni (1,2 nel 2009), 1,6 volte per le azioni (1,4 nel 2009) e una volta per le quote di fondi (contro 1,2). Si tratta sempre di livelli elevati ed anomali nel contesto internazionale. Il rigiro del portafoglio azionario avviene mediamente ogni 7 mesi e mezzo, quello dei titoli di Stato e obbligazioni ogni 8 mesi e mezzo. La gestione continua dunque ad avvenire su visioni di brevissimo periodo se raffrontati, ad esempio, alla media americana, pari a poco meno di due anni.

Generalmente, nei Paesi anglosassoni la rotazione viene giudicata eccessiva quando supera 0,8 volte e viene giustificata solo con una gestione attiva nello *stock picking*. Il *turnover* pubblicato dall'ICI, riferito ai fondi azionari americani, è stato pari nel 2009 mediamente a 0,53 volte (leggermente inferiore alla 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 2010, pari a 2,8 miliardi di euro, non si è discostato da quello dell'anno precedente; l'incidenza media sul patrimonio gestito è rimasta invariata all'1,2%. Resta un curioso effetto di arrotondamenti per cui quell'1,2% rappresenta la sintesi di costi medi che quando visti nelle tre principali categorie mostrano una sia pur lievissima flessione. Sempre elevate le commissioni addebitate agli azionari (2,5%) e ai bilanciati (1,7%); gli obbligazionari, di gran lunga la categoria più importante, sono fermi all'1,1%.

Il raffronto con l'industria finanziaria americana mette sempre in evidenza che i fondi italiani sono assai costosi. Gli oneri medi dei fondi statunitensi nel 2010 (dati ICI) sono stati pari allo 0,95% negli azionari (0,98% nel 2009, 1,28% nel 2000, 2% nel 1990) e allo 0,72% negli obbligazionari (0,73% nel 2009, 1% nel 2000, 1,85% nel 1990), mentre i monetari sono intorno allo 0,26% (0,33% nel 2009). Nei raffronti occorre considerare che gli indici di costo calcolati dall'Ufficio Studi di Mediobanca (2,5% gli azionari, 1,1% gli obbligazionari) riguardano solo gli oneri addebitati ai fondi dai gestori (gli unici deducibili dai rendiconti annuali) ed escludono le commissioni di vendita che gli intermediari trattengono nel momento in cui i risparmiatori sottoscrivono le nuove quote. Ciò nonostante, il costo di gestione corrente dei fondi italiani appare almeno doppio⁶.

⁶ La Banca d'Italia pubblica nella sua *Relazione annuale* il costo complessivo delle commissioni, valutandolo nel 2010 all'1,7% (contro 1,9% nel 2009); nei fondi azionari si sale al 2,4% (contro 2,6%), nei bilanciati all'1,8% (senza variazioni sul 2009), negli obbligazionari all'1,1% (contro 1,2%) e nei monetari allo 0,5% (contro 0,6%).

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

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

Nel 2010 le differenze tra rendimenti e *benchmark*, che dal 2000 - anno dell'introduzione dei *benchmark* - sono risultate positive solo nel 2009, sono tornate in rosso: 1,2 punti (secondo miglior risultato, ma comunque in termini di perdite più contenute rispetto al *benchmark*).

I peggioramenti hanno escluso solo l'azionario, rimasto pressoché stazionario (-1,4 punti contro -1,5 del 2009): gli obbligazionari (i più rilevanti in termini di volume di risparmio gestito) sono passati da +0,5 a -0,8 punti (secondo risultato dal 2000 insieme al 2003), i bilanciati si sono attestati su valori prossimi alla media del decennio 2000-2009 (-1,9 punti contro -0,4) mentre i fondi di liquidità (da 0,8 a -0,9 punti) hanno conosciuto la seconda peggior *performance* relativa al *benchmark* dal 2000.

Il dettaglio dei fondi azionari evidenzia ancora, a fronte del lieve miglioramento a livello aggregato, differenziali negativi per ognuna delle undici categorie (lo scorso anno quattro erano in positivo): negli "America", che contano per l'8,8% del patrimonio complessivo dei fondi azionari, i rendimenti sono stati battuti dai *benchmark* di 1,9 punti, con un regresso di ben 3,7 punti rispetto ai +1,8 del 2009; il *minus* è stato di 1,4 punti (2,3 l'anno precedente) per i fondi "Europa" - il comparto più rilevante, con un peso pari al 29,3% del totale -. Nei fondi azionari Italia si è passati da +1,5 a -0,2 punti (contano per il 14% del patrimonio complessivo), mentre gli "Internazionali" (il cui peso è del 13%) hanno segnato -0,2 punti, con un progresso di 1 punto sul 2009. Le aree del Pacifico e dei Paesi Emergenti (10% e 14% del patrimonio azionario complessivo) continuano a riservare *performance* molto scadenti con un rispettivo differenziale medio di -2,9 e -2,1 punti (-4,1 e -4,5 nel 2009).

Quanto al numero dei gestori che produce rendimenti netti peggiori del *benchmark*, si torna al quadro emerso sino al 2008, che indicava come almeno 4 fondi su 5 non riuscissero a battere il parametro di riferimento. Nel 2010 la percentuale è stata dell'80%, contro il 56% del 2009: sono stati determinanti in tal senso principalmente i fondi obbligazionari (86%, ben 33 punti in più del 2009), come anche, sebbene in misura minore per la più ridotta numerosità, quelli di liquidità (96%, +68 punti). Le incidenze dei fondi con *performance* inferiori a quelle del *benchmark* sono ancora decisive sui risultati complessivi, tanto da riportare in negativo la media di sistema.

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

La quota di fondi con differenziali positivi sul *benchmark* nell'ultimo anno del quinquennio si riporta sui livelli di due anni fa, dopo il picco del 2009: essa è pari al 20%, contro il 44% nel 2005-2009 ed il 18% nel 2004-2008. A tale peggioramento si contrappone un - seppur lieve - incremento nei fondi che battono il *benchmark* per due anni (14%, a fronte del 6% per il quinquennio chiuso nel 2009 e del 3% per quello terminato nel 2008); incremento che si manifesta, benché in misura ancor più modesta, anche per gli intervalli di tempo da tre (3% contro l'1% dei precedenti quinquenni) a cinque anni (1% contro nessun fondo per 2005-2009 e 2004-2008).

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

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

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

I titoli denominati in euro costituiscono l'85% del portafoglio dei fondi comuni aperti italiani a fine 2010 (Tab. D), con un regresso sia sul 2009 (3 punti percentuali in meno) che rispetto al 2008 (4 punti in meno). La percentuale sale al 91,9% negli obbligazionari, al 99,5% in quelli di liquidità ed all'87,4% per i flessibili; si riduce solo negli azionari (39,6%) e nei bilanciati (80,2%).

L'euro perde peso rispetto al 2009 in tutte le categorie di fondi comuni aperti italiani, anche per effetto della svalutazione nei confronti di tutte le principali divise (-7% rispetto al dollaro USA, -3% sulla sterlina britannica, -16% sul franco svizzero). Negli azionari perde 4,8 punti percentuali, a vantaggio principalmente del dollaro USA, in progresso di 2,1 punti, e delle altre divise, con 2,7 punti in più; i 2,6 punti in meno dei bilanciati sono assorbiti essenzialmente da sterlina britannica (+1,8) e franco svizzero (+0,9). Anche nell'obbligazionario e nei fondi di liquidità la perdita di quota (-1,5 e -0,5 punti rispettivamente) va a vantaggio del dollaro USA (+1,6 e +0,5); nei flessibili i 2,3 punti in meno sono appannaggio non solo della divisa statunitense (+1,3) ma anche della sterlina britannica (+0,4) e delle altre divise (+0,2).

Quanto allo yen giapponese, la sua rivalutazione nei confronti dell'euro (+23%) non ha comportato maggiori quote di risorse gestite, che si sono anzi ridimensionate nell'azionario e nei fondi bilanciati (-0,3 punti per entrambi). E' possibile che abbiano qui giocato un ruolo importante le altre divise (*in primis* dollaro di Hong Kong, won coreano, real brasiliano e dollaro di Taiwan), in continua progressione negli ultimi anni tanto da giungere al 3% del totale e al 18,6% sui fondi azionari (nel 2009 le quote erano rispettivamente 2,2% e 15,9%, nel 2008 1,4% e 12,7%).

La quasi totalità (95,5%) degli investimenti resta concentrata nei Paesi OCSE (Tab. E). L'Italia ha guadagnato peso (+1,9 punti al 56%) a scapito degli altri paesi UE, la cui flessione (-4,6 punti) ha consentito il rafforzamento di altri Paesi OCSE (+1,5) e altri Paesi (+1,2); ciò essenzialmente per effetto del forte ridimensionamento dei titoli di Stato di altri Paesi UE (-5,7 punti a 11,7%). Nel loro complesso, gli investimenti in titoli di Stato contano per il 63% del portafoglio complessivo.

In crescita gli investimenti azionari, che rappresentano il 18,4% degli impieghi complessivi contro il 16,8% del 2009; in controtendenza i titoli di emittenti italiani, che scivolano al 2,8% dal 3,2% dell'anno precedente (15% del portafoglio azionario a fronte del 17% nel 2009). Qui i principali obiettivi dei nostri gestori riguardano i titoli emessi da società estere appartenenti ai paesi UE (7,2%, pari al 39% del portafoglio azionario) e agli altri paesi OCSE (rispettivamente, 5,6% e 30% circa del totale).

Il 16% del portafoglio è costituito da altri titoli di debito, all'incirca ripartiti equamente tra obbligazioni bancarie e titoli a reddito fisso di altri emittenti privati (questi ultimi hanno guadagnato quasi un punto di quota percentuale rispetto al 2009).

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

Questa rilevazione si basa sui dettagli pubblicati nei rendiconti a partire dal 2005. I dati sono parziali poiché escludono gli oneri sulla negoziazione dei titoli di debito che costituiscono, come visto, l'80% del portafoglio (in tal caso gli oneri non vengono resi disponibili pur essendo prevista un'apposita voce nel rendiconto). Gli oneri evidenziati riguardano quindi in massima parte le azioni.

Il totale degli oneri dei fondi del campione è pari a 124 milioni di euro; rapportando quelli sulla negoziazione di titoli azionari (105 milioni) al cumulo degli acquisti e delle vendite rilevati nella Tab. III della nostra indagine (pp. 34-35) si ottiene un costo medio pari all'1,4 per mille (come nel 2009).

Ancora con riferimento ai 124 milioni di ammontari dichiarati, la quota percepita da soggetti del gruppo a cui appartiene lo stesso gestore del fondo è pari al 5,3% (contro l'8,3% del 2009 ed il 7,6% nel 2008). Dopo il ridimensionamento del 2009, gli oneri sulla negoziazione di fondi sono pressoché tornati sui livelli del 2008 (+10% a 18 milioni), analogamente a quelli sul *trading* di derivati (+21% sull'anno precedente).

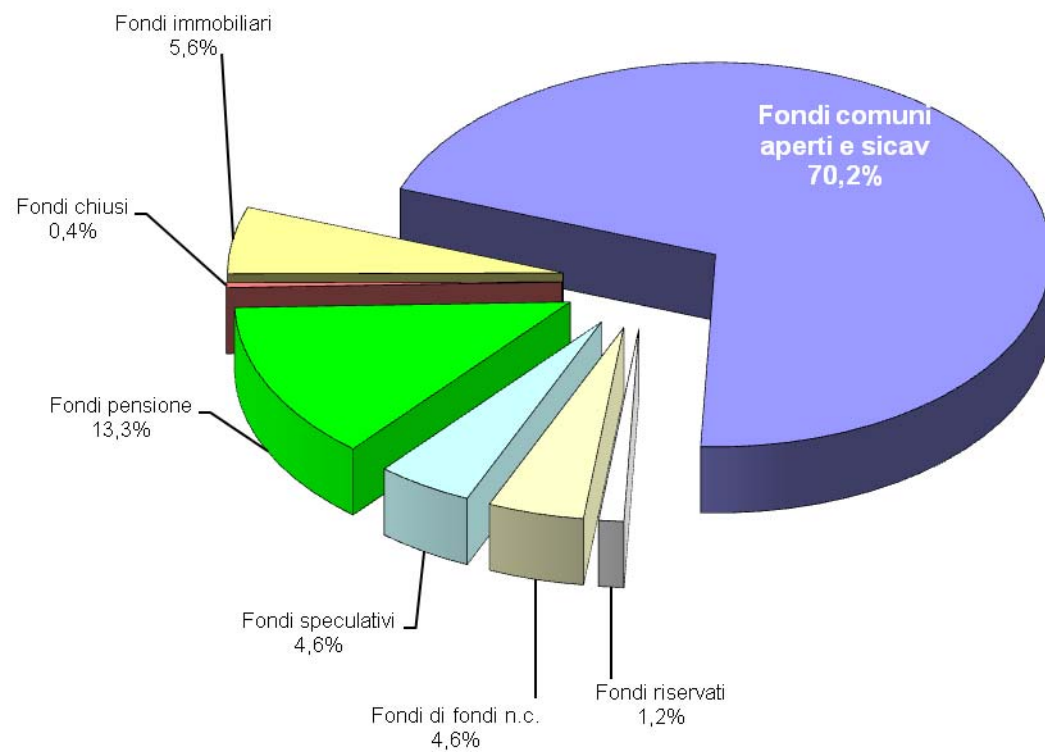
Relativamente agli interessi passivi, gli oneri sui debiti di finanziamento vengono percepiti da soggetti del gruppo per una frazione ora inferiore alla metà, seppure ancora significativa: 28% nel 2010, contro 65% del 2009 e 53% nel 2008.

Gli oneri di negoziazione risultano corrisposti in misura ancora considerevole (65,9% contro il 67,7% del 2009) a banche e intermediari esteri, probabilmente per effetto della forte incidenza degli investimenti in azioni non italiane (pari come visto a quasi tre quarti). L'incidenza permane superiore – e sempre in misura non trascurabile – per le tre maggiori SGR: 86% contro il 57% pagato dalle restanti SGR (76% contro 64% nel 2009).

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

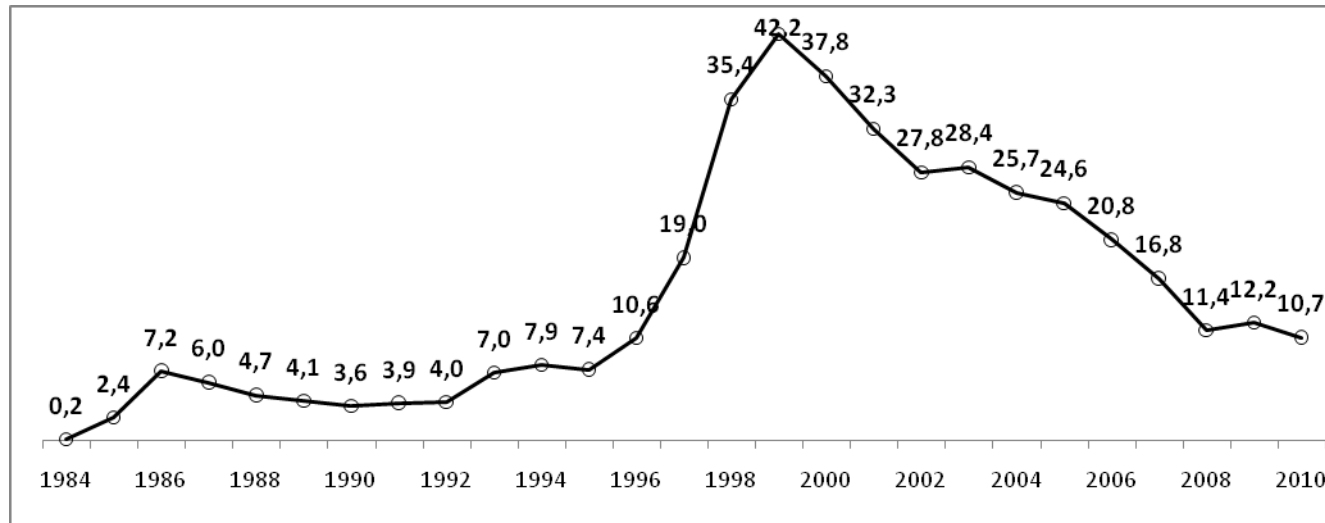
	Nel 2010	Ultimi 5 anni Dal 2005 al 2010		Ultimi 10 anni Dal 2000 al 2010		Dalla nascita - 27 anni Dal 1984 al 2010	
	%	Var. %	% media annua	Var. %	% media annua	Var. % assoluta	% media annua
Tutti i Fondi	2,4	5,2	1,0	3,4	0,3	359,3	5,8
BOT a 12 mesi	0,9	12,8	2,4	28,5	2,5	445,3	6,6
<i>Differenza</i>	<i>1,5</i>	<i>-7,6</i>	<i>-1,4</i>	<i>-25,1</i>	<i>-2,2</i>	<i>-86,0</i>	<i>-0,8</i>
						Ultimi 21 anni Dal 1989 al 2010	
Fondi azionari	10,0	-7,7	-1,6	-29,2	-3,4	74,1	2,7
<i>Indice MIB/MB total return</i>	<i>-6,5</i>	<i>-23,9</i>	<i>-5,3</i>	<i>-13,8</i>	<i>-1,5</i>	<i>137,0</i>	<i>4,2</i>
<i>indice MSCI World in €</i>	<i>20,5</i>	<i>-0,5</i>	<i>-0,1</i>	<i>-12,7</i>	<i>-1,3</i>	<i>266,3</i>	<i>6,4</i>

Graf. 1 – Patrimonio netto dei fondi italiani a fine 2010



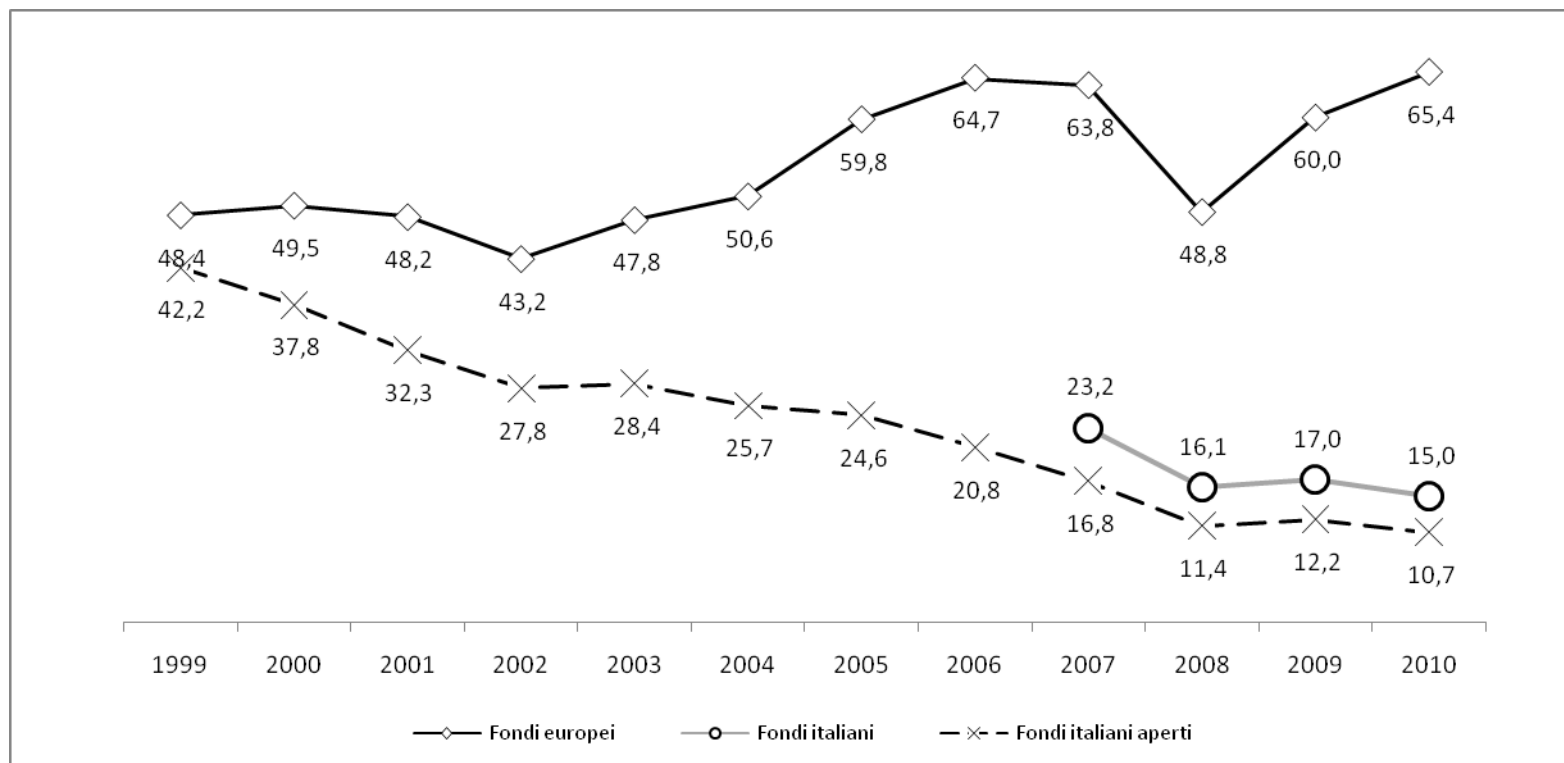
Graf. 2 – Italia: patrimonio netto dei fondi di diritto italiano in % del PIL

Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia

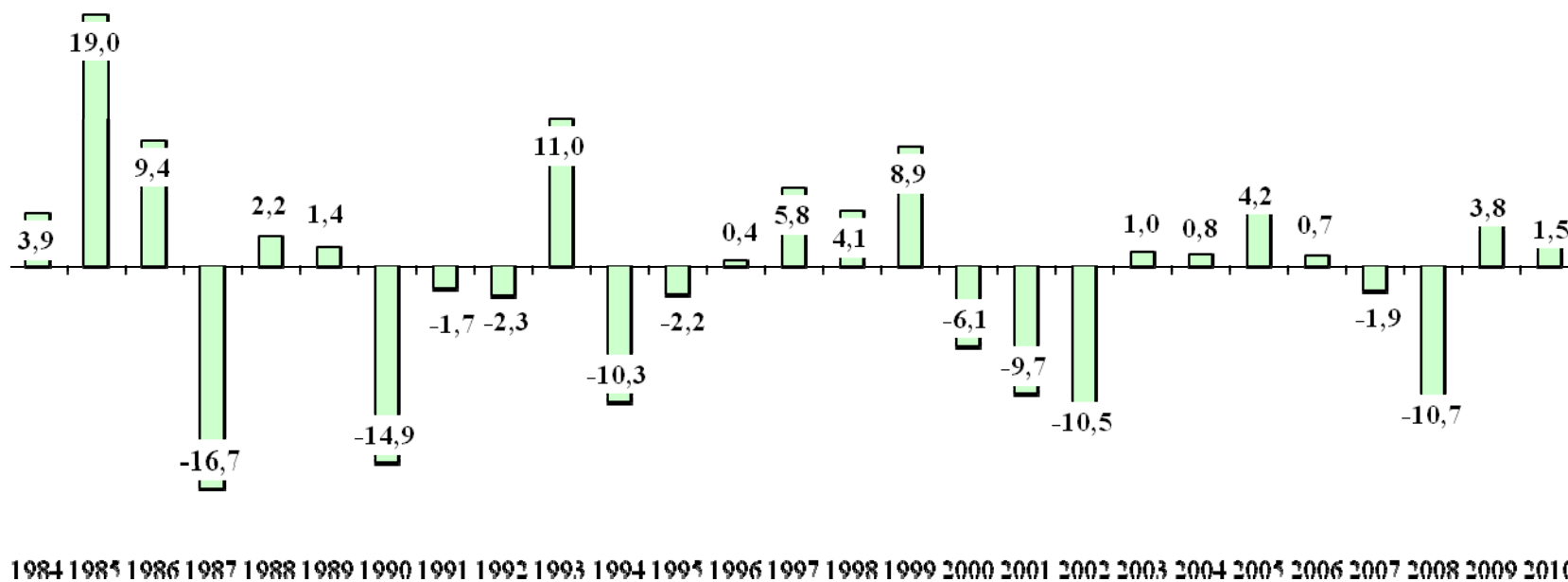


Graf. 3 – Europa ed Italia: patrimonio netto dei fondi comuni in % del PIL

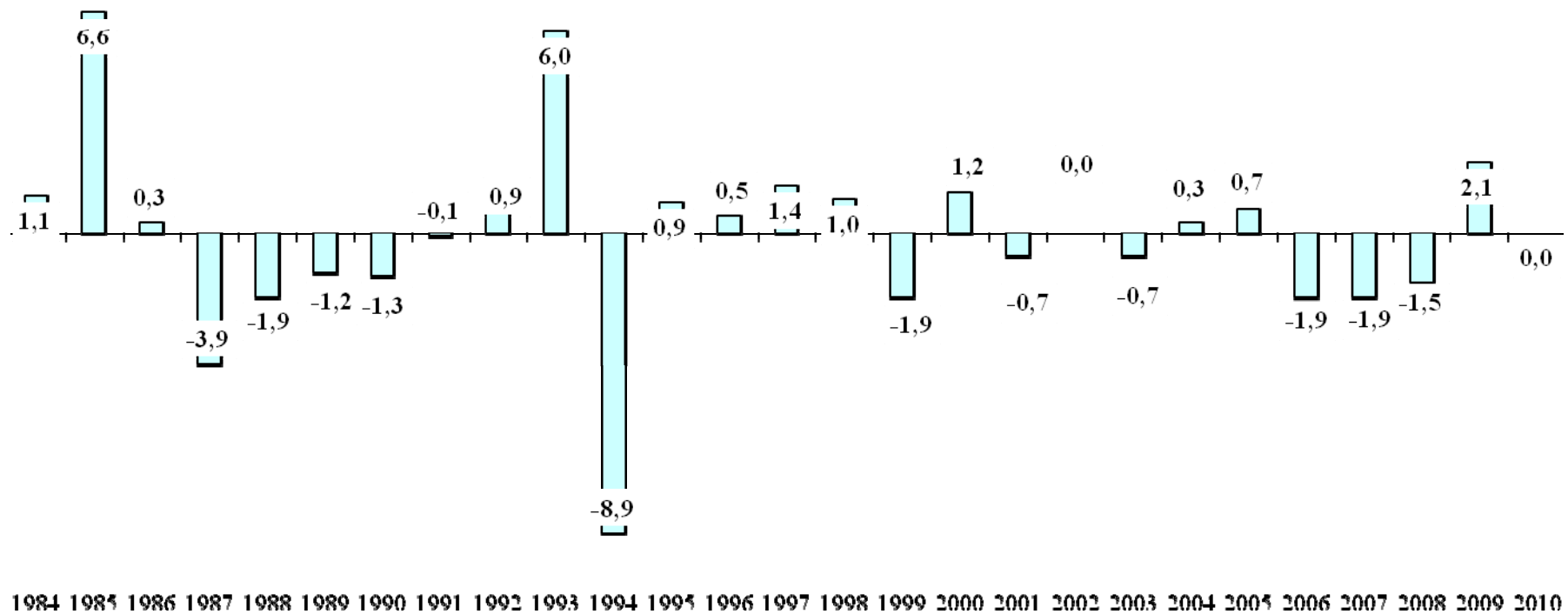
Fonte: elaborazioni su dati EFAMA, Assogestioni e Banca d'Italia



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

