

Marcello Messori

I PROBLEMI DEL SETTORE ITALIANO DEL RISPARMIO GESTITO

Assogestioni
Working Paper

2008/4



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

Marcello Messori

I PROBLEMI DEL SETTORE ITALIANO DEL RISPARMIO GESTITO*

Indice

1. Premessa	3
2. La sostituzione dei prodotti del risparmio gestito	5
3. Le basse performance dei <i>fondi di investimento</i>	9
4. Allocazione temporale degli investimenti e costi di distribuzione	13
5. Norme, regole e assetti di mercato	21
6. Conclusioni: interventi di <i>policy</i>	26
7. Bibliografia	31

Assogestioni
Working Paper 2008/4

Luglio 2008

* Si ringraziano Deborah Anzaldi e Alessandro Rota per la preparazione dei grafici e delle tabelle e per i commenti a una precedente stesura del lavoro. L'attuale versione ha anche beneficiato dei commenti di Emilio Barucci, Andrea Beltratti, Luigi Guiso e Luigi Spaventa.

1. Premessa

La debolezza dei fondi pensione e la limitata incidenza degli *stock* di prodotti assicurativi hanno generato una duplice anomalia dell'Italia rispetto agli altri paesi economicamente avanzati¹. Oltre ad accusare in modo sistematico la più bassa incidenza del patrimonio degli investitori istituzionali rispetto alla ricchezza finanziaria totale, il nostro paese si è infatti distinto per la tipologia prevalente di questi ultimi: le società di gestione del risparmio (Sgr). Nello svolgere il proprio anomalo ruolo di investitore istituzionale prevalente, il settore del risparmio gestito ha assolto importanti funzioni nei mercati italiani delle attività finanziarie e degli assetti proprietari. Innanzitutto esso ha introdotto e, poi, facilitato l'offerta di portafogli diversificati; il che ha permesso di diluire i rischi di detenzione dei titoli a più alto rendimento atteso (le azioni) e di renderne, così, possibile e conveniente l'accesso anche a un'ampia platea di investitori con ricchezza limitata. Tali funzioni hanno reso più 'spesso' e più concorrenziale il mercato finanziario italiano. Le Sgr hanno inoltre utilizzato la normativa prima disegnata per le società in corso di totale o parziale privatizzazione ed estesa di recente a tutte le società quotate², per presentare liste di minoranza ed eleggere membri indipendenti nei consigli di amministrazione e presidenti (e altri membri) nei collegi sindacali di un insieme limitato ma significativo di imprese italiane; il che ha contribuito a migliorare la *governance* di tali imprese e ad accrescere la democrazia economica.

Queste funzioni hanno assunto un particolare rilievo in Italia a causa della scarsa diversificazione degli intermediari finanziari e della connessa debolezza del mercato finanziario. Non è quindi sorprendente che, fin dall'approvazione della legge istitutiva dei fondi comuni di investimento italiani (L. 77/1983) e per circa un ventennio, gli operatori di mercato e i risparmiatori abbiano valutato con grande favore tale nuovo strumento finanziario. In particolare fra il 1995 e il 1998-99, grazie anche al processo di convergenza delle politiche fiscali europee per la costruzione dell'Unione monetaria e alla connessa caduta nei tassi reali di interesse sui titoli del debito pubblico

1 Per un confronto internazionale, che sottolinea la marginalità dei fondi pensione in Italia, cfr. Boeri et al. (2006); la crescita nei tassi di adesione e nel patrimonio totale delle forme complementari italiane, registratasi nel 2007 a seguito dell'entrata in vigore della nuova normativa, non è stata sufficiente per modificare sostanzialmente il quadro (cfr. anche: Covip 2008; Messori 2007). Per quanto riguarda invece la minore incidenza degli *stock* di prodotti assicurativi in Italia rispetto a paesi come la Francia e la Germania, cfr. per esempio: Banca d'Italia (2008), cap. 14.

2 Il riferimento è, rispettivamente, alla cosiddetta Legge sulle privatizzazioni 'formali' (L. 474/94) e alla cosiddetta Legge sulla tutela dei risparmiatori (L. 262/05).

italiano, si è verificata una rilevante riallocazione dei portafogli finanziari delle famiglie dai titoli di Stato verso le quote di fondi di investimento³. Fatto è che, verso la fine degli anni Novanta, in Italia il patrimonio totale dei fondi aperti di investimento era fra i più elevati dell'Europa (il terzo, includendo il caso anomalo del Lussemburgo). Nei primi anni del Duemila si è, tuttavia, verificata un'inversione di tendenza che è progressivamente sfociata in una crisi strutturale del settore.

Dallo scoppio della bolla finanziaria innescata dalla cosiddetta *new economy*, i fondi aperti di investimento di diritto italiano hanno accusato crescenti deflussi; e, con la sola eccezione dell'agosto 2006, nel periodo aprile 2006 - marzo 2008 la raccolta mensile netta dell'insieme dei fondi aperti di investimento operanti nel nostro paese è stata negativa. Questo andamento è ancora più significativo se si osserva che: (1) la perdita ha riguardato tutte e tre le categorie più tradizionali dei prodotti del risparmio gestito, ossia i fondi azionari, obbligazionari e bilanciati; (2) almeno fino al terzo trimestre del 2007, essa è avvenuta in controtendenza rispetto alla positiva dinamica del settore in Europa⁴. Il risultato è che, oggi, il comparto italiano dei fondi di investimento è ormai scivolato nella sesta posizione europea (includendo Irlanda e Lussemburgo); inoltre il suo peso, rispetto al patrimonio dell'intero settore nella vecchia Europa, è pari a meno della metà dell'incidenza del Pil italiano rispetto al corrispondente Pil europeo.

Eppure il ruolo del risparmio gestito rimane cruciale nel sistema finanziario del nostro paese anche per ragioni strettamente produttive, che esulano dalle funzioni istituzionali sopra richiamate. Nonostante la presenza di due fra i maggiori gruppi bancari europei, il nostro sistema finanziario è infatti povero di 'fabbriche' di servizi; e se le Sgr italiane diventassero marginali, esso rischierebbe di ridursi a un canale distributivo di attività finanziarie prodotte altrove. A livello europeo, l'*asset management* italiano può oggi contare su una società compresa fra le prime quindici e su altre due comprese fra le prime trenta e, nel 2006, era ancora al quarto posto in termini di produzione nazionale (cfr. Efama 2008b); inoltre, sempre a livello nazionale, esso continua a fornire un rilevante contributo ai conti economici dei gruppi bancari⁵. Pur se difficilmente quantificabile, un apporto importante del settore all'economia nazionale è anche quello indiretto. Il risparmio gestito è uno dei settori dell'economia italiana che impiega risorse umane con elevata qualificazione e che utilizza infrastrutture di servizio con buon contenuto tecnologico e ad alto valore aggiunto.

L'obiettivo del presente scritto è di esaminare alcune delle cause di crisi del risparmio gestito in Italia e di delineare possibili soluzioni di *policy*. Dapprima si mostra come, fra il 2000 e il 2006, la raccolta negativa dei fondi aperti di investimento italiani sia stata inversamente correlata con la positiva dinamica della domanda di obbligazioni (bancarie e/o strutturate) e - per alcuni sottoperiodi - con quella della domanda di prodotti assicurativi con

3 Cfr. al riguardo: Banca d'Italia (1998) e (2000), sezioni C e D

4 Per un più puntuale riscontro dell'andamento della raccolta netta in Europa e nei principali paesi europei negli anni 2006 e 2007, cfr. Efama (2007) e (2008a).

5 Cfr. Banca d'Italia (2008), pp. 192, 253-5 e 265. Nel 2006, il settore del risparmio gestito contribuiva per lo 11,1% al margine di intermediazione di un campione di quattordici gruppi bancari (cfr. Abi 2007).

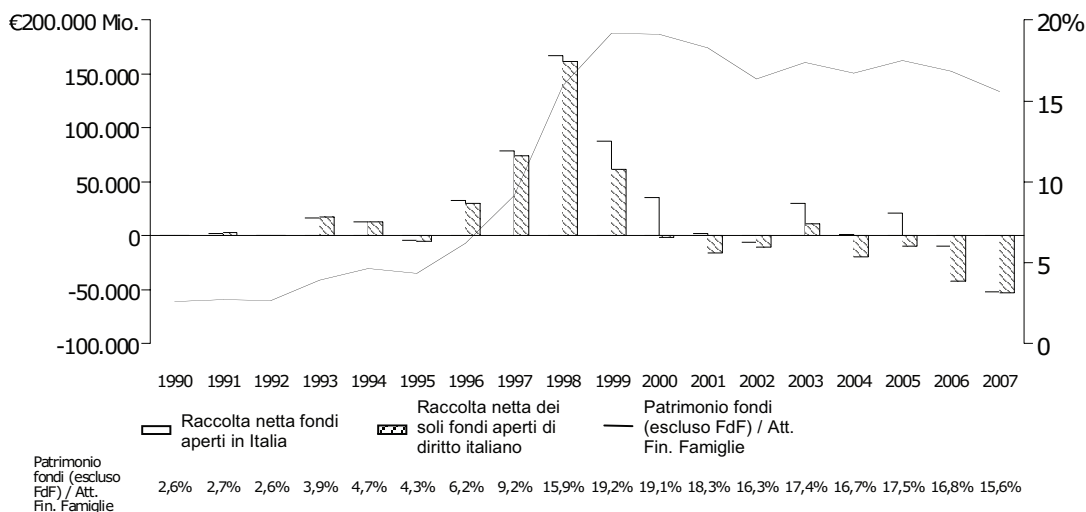
contenuto finanziario (polizze *unit linked* e *index linked*) e, più di recente, con quella della domanda di titoli del debito pubblico di breve termine e di altre attività liquide (cfr. par. 2). Si considerano poi, fra le possibili ragioni di tali “effetti di sostituzione” con attività finanziarie spesso più opache e complesse, i deludenti rendimenti netti di molti fondi di investimento, un’inefficiente allocazione temporale della ricchezza investita fra le diverse tipologie di fondi, una politica dell’offerta guidata dalla massimizzazione dei ricavi di breve termine, una bassa razionalità nei comportamenti degli investitori (cfr. par. 3 e 4). Questa evidenza empirica descrittiva permette di ricondurre la sostituzione dei prodotti del risparmio gestito a varie cause, fra loro correlate; la principale, alimentata da asimmetrie nel trattamento fiscale e nelle modalità di regolamentazione, sembra però essere il distorto rapporto fra produzione e distribuzione (cfr. par. 5). Nelle *Conclusioni* si sollecitano perciò vari interventi di policy che, imponendo regole del gioco uniformi e una più efficiente concorrenza fra le diverse attività finanziarie, agevolino una maggiore varietà nell’articolazione fra produzione e distribuzione (cfr. par. 6).

2. La sostituzione dei prodotti del risparmio gestito

Come mostra la figura 1, la raccolta netta dell’insieme dei fondi aperti di investimento operanti in Italia ha messo a segno tassi di crescita consistenti fra il 1996 e il 1998, allorché ha raggiunto il massimo tasso di crescita, e ha continuato a essere positiva fino al 2000; dopo quella data essa ha oscillato fra valori positivi e negativi per un quinquennio, con discreti recuperi nel 2003 e nel 2005, fino ad assumere un andamento decisamente negativo nel 2006. Nel 2007 i deflussi netti hanno avuto un’impennata, superando la cifra di 52 miliardi di euro; e, nei primi sei mesi del 2008, essi hanno già toccato un importo largamente superiore a quello dell’intero 2007 (circa 70 miliardi di euro). Tale progressivo deterioramento nella raccolta netta dell’insieme dei fondi aperti di investimento operanti in Italia ha tratto origine dai sistematici deflussi registrati dai fondi di investimento di diritto italiano a partire dal 2000-01 (con la sola eccezione del 2003). Tuttavia, a parte che nel 2002, fino al 2005 questi deflussi sono stati più che compensati dalla raccolta netta positiva realizzata dai fondi di investimento di diritto estero, comprendenti sia i fondi esteri in senso proprio che i cosiddetti fondi *roundtrip*⁶; come si è appena detto, nel biennio 2006-07 invece, i decrescenti flussi positivi di raccolta netta dei fondi ‘esteri’ non sono stati più sufficienti a compensare i crescenti deflussi dei fondi ‘italiani’.

6 Per fondi *roundtrip* si intendono i prodotti di diritto estero, promossi da Società italiane di gestione del risparmio. Si esamineranno in seguito (cfr. par. 5) le ragioni fiscali che, insieme a vantaggi regolamentari, hanno incentivato la creazione di *fondi round trip*. Per non appesantire l’analisi, nel prosieguo dello scritto non si insisterà sulle importanti specificità dei fondi *round trip* rispetto a quelli italiani ed esteri; anzi, d’ora in avanti, i fondi di diritto italiano saranno denominati come ‘italiani’ e i fondi di diritto estero (esteri in senso proprio e *round trip*) come ‘esteri’. Si noti inoltre che, sempre nel periodo considerato, i deflussi dai fondi comuni sono stati particolarmente accentuati nel settore *retail*. Le elaborazioni, effettuate da GfK Eurisko-Prometeia (2008) sui conti finanziari della Banca d’Italia, mostrano infatti che - nel 2007 - le famiglie detenevano circa il 66% dei fondi distribuiti mentre gli investitori assicurativi e previdenziali sfioravano il 17%; negli anni Novanta le corrispondenti quote erano pari al 91% e al 3%.

Fig. 1 Raccolta dei fondi aperti di investimento in Italia



Fonte: Assogestioni, Banca d'Italia

Sommandosi al deludente andamento dei mercati obbligazionari e - dalla seconda metà del 2007 - alla caduta dei mercati azionari, nello stesso 2007 tali deflussi hanno determinato una caduta nel valore assoluto del patrimonio totale dei fondi aperti di investimento operanti in Italia. Del resto, dopo aver raggiunto il picco nel 1999, il rapporto fra il patrimonio totale dei fondi e le attività finanziarie delle famiglie italiane è sceso fino al 2002 soprattutto a causa del negativo *trend* dei mercati finanziari; è stato poi altalenante nel successivo triennio e discendente dopo il 2005 tanto da accusare, alla fine del 2007, una caduta di 3,6 punti percentuali rispetto al massimo di otto anni prima (cfr. ancora la figura 1).

Se i dati del 2007 mostrano che i fondi aperti di investimento operanti in Italia sono entrati in una crisi strutturale, il quadro non migliora facendo riferimento al più ampio settore del risparmio gestito. Sempre nel 2007 in Italia, i flussi netti di raccolta dell'intero settore sono stati negativi per circa 86 miliardi di euro. La crescita dei fondi immobiliari, che nell'anno hanno messo a segno una raccolta netta positiva pari a circa 3 miliardi di euro, e il buon andamento dei prodotti previdenziali, che nello stesso periodo temporale hanno registrato una raccolta netta positiva pari a circa 1,6 miliardi di euro (di cui la metà da imputarsi ai fondi pensione aperti), non sono stati infatti in grado di compensare i corrispondenti andamenti negativi delle gestioni individuali per i clienti *retail* (- 28,2 miliardi di euro di raccolta netta), dei prodotti di natura assicurativa (- 8,4 miliardi di euro) e dei prodotti non previdenziali per i clienti istituzionali (- 1,1 miliardi di euro). Questi andamenti hanno inciso negativamente pure sull'ammontare patrimoniale del settore italiano del risparmio gestito. A fine 2007, nonostante il rilevante incremento nelle attività dei fondi immobiliari dovuto anche all'effetto leva, il patrimonio complessivo del settore italiano del risparmio gestito è diminuito di circa 42 miliardi di euro (- 4%) attestandosi a poco più di 1.131 miliardi di euro (a fronte dei circa 1.173 miliardi di euro di fine 2006).

I dati, relativi ai primi mesi del 2008, non indicano alcuna inversione di tendenza ma, anzi, un rafforzamento della tendenza negativa. Nel primo

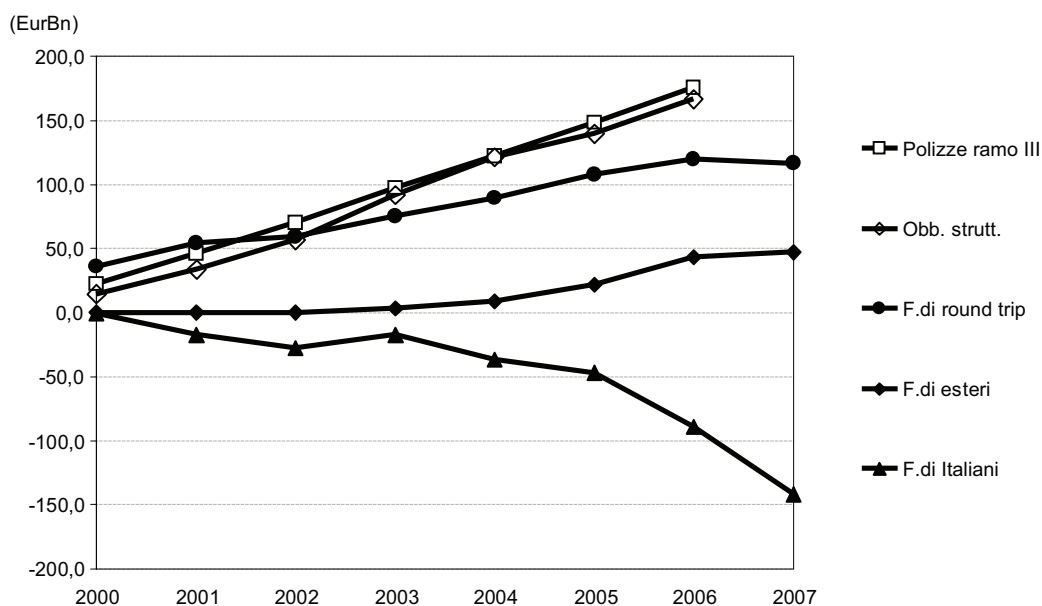
trimestre del 2008, le gestioni individuali per i clienti *retail* e istituzionali hanno fatto registrare una raccolta netta negativa pari a circa 16,6 miliardi di euro e, più in particolare, le Gestioni patrimoniali in fondi (GPF) e le Gestioni patrimoniali mobiliari (GPM) hanno accusato deflussi netti pari a 13,2 miliardi di euro (contro una media trimestrale pari a 4,9 miliardi di euro nel 2007). Scomponendo i deflussi delle GPF e delle GPM in due sottoperiodi (dal gennaio 2007 all'ottobre 2007; e dal novembre 2007 al marzo 2008), si ha che il ritmo dei riscatti netti si è fortemente accelerato, passando da un tasso di decremento medio mensile pari allo 0,9% nel primo sottoperiodo a un corrispondente tasso di decremento pari a 2,3% (ossia più del doppio) nel secondo sottoperiodo⁷.

A fronte di un'evidenza empirica così negativa, è inevitabile chiedersi dove sia stata riallocata la ricchezza finanziaria prima investita nel settore del risparmio gestito (cfr. anche: Spaventa 2007). Una possibile risposta è offerta dal confronto fra gli andamenti della raccolta cumulata dei fondi aperti di investimento 'italiani' ed 'esteri', delle polizze di ramo III (unit linked e index linked) e delle obbligazioni strutturate durante i primi anni del Duemila (2000-06) nel mercato finanziario italiano (cfr. figura 2). E' immediato notare che i crescenti deflussi, accusati dai fondi 'italiani' di investimento, non sono stati solo riallocati nel perimetro dei fondi di investimento ma sono stati soprattutto reinvestiti nelle obbligazioni strutturate e nelle polizze di ramo III. Tale notazione trova una parziale conferma più rigorosa, anche se più aggregata e di natura ancora descrittiva, nell'analisi dei flussi trimestrali degli investimenti effettuati dalle famiglie italiane in tre diverse attività finanziarie (ossia: fondi di investimento 'italiani', polizze vita e forme pensionistiche complementari, obbligazioni bancarie) durante il periodo 1997-2007 (cfr. Spaventa 2007; e figura 3). Gli anni 2000-01, in cui è iniziata la sistematica raccolta netta negativa da parte dei fondi 'italiani' aperti (cfr. sopra), fanno anche segnare l'inizio di una crescente relazione negativa fra i flussi di questi fondi e i flussi delle obbligazioni bancarie, che sembra interrompersi solo negli ultimi due trimestri del 2007; più debole appare invece la relazione negativa fra i flussi degli stessi fondi e i prodotti assicurativi esaminati, in quanto tale relazione vale solo per specifici sottoperiodi⁸.

7 Nel mese di marzo 2008 il tasso di decremento è stato addirittura del 3% (mentre il tasso di decremento medio delle gestioni destinate a clienti *retail* è stato del 4,8%). Come si avrà modo di sottolineare in seguito (cfr. par. 5), è presumibile che una simile accelerazione sia stata anche indotta da un intervento di regolamentazione rispetto alle GPF, attuato dalla Consob nel recepimento nazionale della direttiva europea MiFID (fine ottobre 2007).

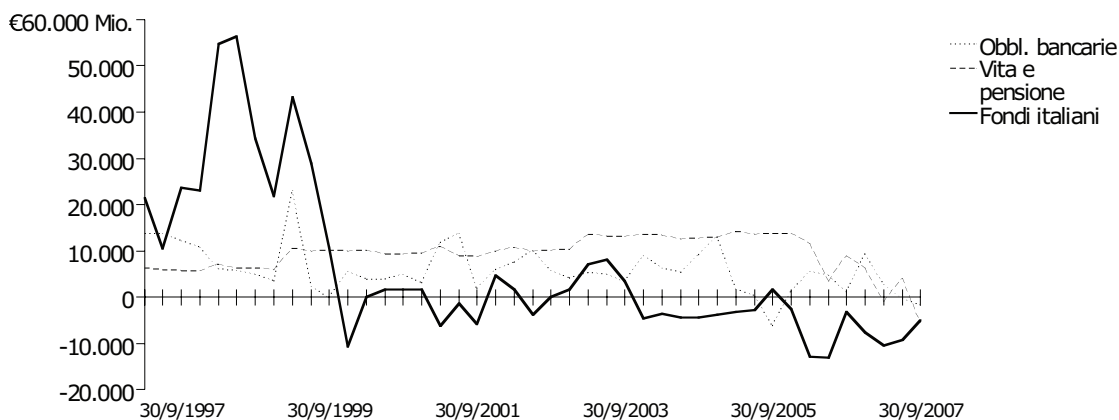
8 I dati trimestrali della Banca d'Italia non permettono né di distinguere fra obbligazioni bancarie *plain vanilla* e obbligazioni bancarie strutturate né di specificare i flussi delle polizze assicurative di ramo III. Non si può, quindi, escludere che i risultati della figura 3 risentano del livello di aggregazione adottato. Un riscontro con i flussi annuali, che permettono di specificare le polizze di ramo III, non rende però più sistematica la correlazione inversa fra i flussi dei fondi e dei prodotti assicurativi.

Fig. 2 Fondi aperti, obbligazioni strutturate e polizze ramo III: raccolta cumulata



Fonte: Ania, Assogestioni, Consob

Fig. 3 Flussi trimestrali di raccolta di vari strumenti finanziari



Fonte: Banca d'Italia, Spaventa (2007)

Un esercizio econometrico, proposto da Barucci (2007), solleva peraltro dubbi in merito alla tesi che la crisi strutturale nel settore del risparmio gestito sia riconducibile ai soli effetti di sostituzione fra i fondi di investimento 'italiani' e prodotti più opachi e complessi quali le obbligazioni strutturate o i prodotti assicurativi. Almeno nel 2006, quando per la prima volta nell'ultimo ventennio l'insieme dei fondi di investimento operanti in Italia ha fatto segnare una raccolta netta negativa su base annuale, si è infatti registrata una relazione inversa significativa fra i deflussi dai fondi e la domanda di titoli del debito pubblico di breve termine. La crisi finanziaria, innescata dalle banche di investimento statunitensi nell'estate del 2007 e trasformatasi ben

presto in una crisi di fiducia e in stringenti vincoli di liquidità per il settore bancario, ha poi rafforzato ed esteso questi “effetti di sostituzione” in quanto ha indotto una pressione dei canali distributivi e una connessa fuga degli investitori (anche italiani) verso posizioni finanziarie più liquide e a basso rischio nel breve termine (cfr. Banca d’Italia 2008, cap. 14; e pp. 186-7 e 208). Ciò spiega il venir meno, dal secondo semestre del 2007, della relazione negativa fra i flussi dei fondi italiani di investimento e quelli delle obbligazioni bancarie. Pur avendo subito un’ulteriore accelerazione negli ultimi trimestri, l’offerta di tali obbligazioni si è infatti accompagnata a un forte incremento nell’allocazione di strumenti finanziari molto liquidi.

I due possibili “effetti di sostituzione” rispetto ai fondi di investimento, individuati – rispettivamente – da Spaventa (2007) e da Barucci (2007), portano a interpretazioni economiche diverse. Spaventa suggerisce che la sostituzione dei prodotti del risparmio gestito con attività finanziarie opache e complesse ancorché dotate di una garanzia alla scadenza sul capitale nominale, quali sono spesso le obbligazioni strutturate o le polizze assicurative, deriva da asimmetrie regolamentari e da connesse scelte nelle politiche di offerta piuttosto che da cambiamenti nelle preferenze dei risparmiatori; viceversa, Barucci sostiene che la sostituzione con titoli di breve termine del debito pubblico (o con depositi) deriva soprattutto da una ricomposizione della domanda, dettata dall’accresciuta avversione al rischio dei risparmiatori.

Per discriminare fra queste due interpretazioni anche in base alla fase temporale di riferimento, sarebbe necessario approfondire l’analisi econometrica mediante la stima di un modello strutturale di domanda in grado di isolare entrambi gli “effetti di sostituzione” in diversi sottoperiodi. Qui non si persegue tale obiettivo. Come passo preliminare, ci si limita a considerare alcune delle possibili cause dei due “effetti di sostituzione” in esame. Si mostrano, dapprima, i limiti degli studi dedicati all’analisi delle *performance* offerte dalle attività del risparmio gestito; si indicano, poi, le possibili distorsioni nella distribuzione di queste stesse attività; si tiene, infine, conto dell’impatto esercitato dai possibili comportamenti irrazionali attuati dai risparmiatori.

3. Le basse *performance* dei fondi di investimento

Se si facesse esclusivo riferimento all’indagine annuale che Mediobanca dedica ai fondi ‘italiani’ di investimento (cfr. per esempio: Mediobanca 2007), vi sarebbero pochi dubbi nell’attribuire i negativi “effetti di sostituzione”, sopra esaminati, ai pessimi rendimenti di tali fondi. Secondo quell’indagine, nei loro primi ventitré anni di vita (1984-2006) i fondi aperti italiani di investimento hanno ottenuto rendimenti annuali netti che sono stati mediamente inferiori di 0,5 punti percentuali rispetto al tasso di interesse corrisposto su attività prive di rischio (Bot a dodici mesi); e, nonostante il favorevole andamento dei mercati finanziari nel quadriennio 2003-06, il divario annuale negativo è stato ancora più accentuato (- 0,8 punti percentuali) fra il 2001 e il 2006. Inoltre, negli stessi periodi, neppure i rendimenti dei fondi azionari italiani hanno retto il confronto con i rendimenti degli indici nazionali e internazionali dei mercati azionari. Infine, fra il 2000 e il 2006, il rendimento medio annuo dell’insieme dei fondi aperti ‘italiani’ si è attestato sistemati-

camente al di sotto del *benchmark total return*⁹. In nessuno di questi anni infatti, le diverse tipologie dei fondi aperti 'italiani' sono state in grado di battere i rendimenti dei relativi *benchmark total return*; e nel quinquennio 2002-06, a livello di singoli fondi, solo una percentuale minima (2%) ha 'battuto' il proprio *benchmark*.

Il fatto è che l'analisi di Mediobanca non fornisce una misura affidabile dei rendimenti dei fondi di investimento per almeno tre ragioni.

Primo: tale analisi non si fonda su una metodologia di calcolo *time weighted*, come è richiesto da tempo dai più accreditati *standard* internazionali (per esempio, i GIPS) per valutare la *performance* dei gestori (cfr. Assogestioni 1997), ma su una metodologia spuria - assimilabile a quella *money weighted* - che approssima la *performance* dell'investimento effettuato dal risparmiatore. Così facendo, essa sovrappone al calcolo del rendimento totale, conseguito da un certo fondo in un dato periodo di tempo, (una parte de)gli effetti derivanti dagli investimenti e dai disinvestimenti effettuati dai risparmiatori in quel medesimo fondo nel corso di quello stesso lasso di tempo¹⁰. Secondo: l'analisi di Mediobanca non misura i rendimenti di ogni fondo di investimento rispetto a quelli del suo specifico *benchmark* ma effettua confronti aggregati fra tipologie di fondi e *benchmark standard* senza correggere i relativi rendimenti rispetto alla metodologia spuria di calcolo adottata e rispetto allo specifico grado di rischio di ciascun fondo. Così facendo, essa non assicura il rispetto dei principi del *Capital asset pricing model* (CAPM; cfr. per esempio: Jensen 1972) che rappresenta il modello di base per istituire un corretto confronto fra il rendimento e il premio per il rischio di un dato portafoglio finanziario. Terzo: questa analisi compara i rendimenti dei fondi di investimento, al netto delle commissioni pagate dai risparmiatori, con i rendimenti di mercato dei diversi *benchmark standard*. In tal modo, essa introduce l'implicita e arbitraria assunzione che un risparmiatore possa acquistare - se mai fosse in grado di farlo - un indice di riferimento senza sopportare alcun costo di distribuzione¹¹.

9 I *benchmark total return*, che sono stati comunemente adottati dalle Società italiane di gestione del risparmio a partire dal 2006, permettono di incorporare i dividendi inclusi nei rendimenti effettivi dei fondi di investimento. L'indagine Mediobanca ha perciò rettificato i *benchmark* degli anni 2000-05 secondo una specifica metodologia (cfr. Mediobanca 2007, tabella C).

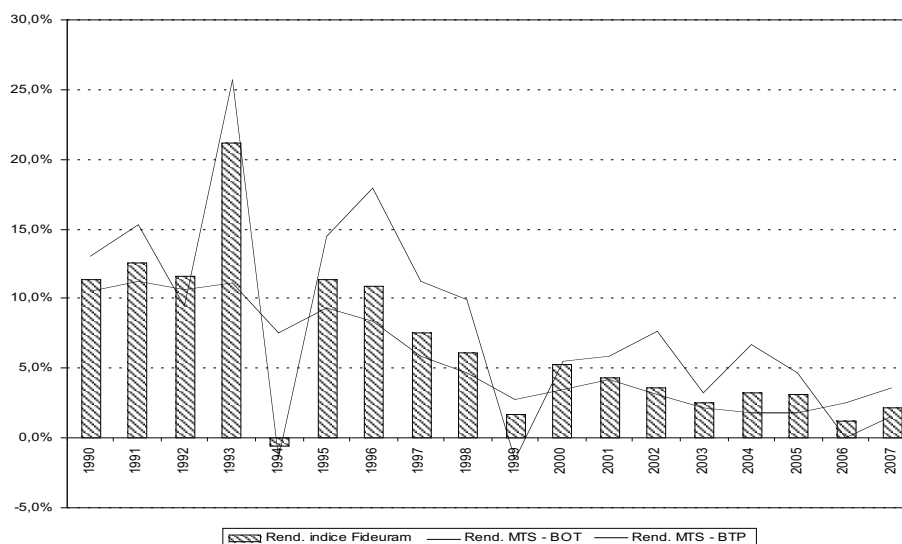
10 Nella metodologia di Mediobanca, imposta dall'utilizzo di dati di bilancio, il rendimento totale di un fondo è dato dal rapporto fra il suo risultato netto di gestione e il suo patrimonio definito - fino al 1999 - come media fra i livelli di inizio e di fine anno e - dal 2000 in poi - come media mensile. Il rendimento così calcolato coincide con quello *time weighted* solo nello specifico caso, in cui le quote del fondo esaminato non varino in ogni punto del periodo considerato; e coincide con quello *money weighted* più appropriato per misurare la *performance* per i risparmiatori (ossia il metodo Dietz modificato) solo nello specifico caso, in cui gli investimenti netti siano equidistribuiti in ogni punto del periodo considerato. Nel caso generale, il calcolo di Mediobanca non dà quindi conto né del rendimento del fondo né del rendimento dell'investimento del risparmiatore.

11 Nel presente scritto non si affronta l'ulteriore problema se il *benchmark*, oltre a fungere da misura del rischio, sia assimilabile a un indice di mercato acquistabile dai risparmiatori. Nei concreti mercati finanziari *retail* gli strumenti a gestione passiva, che meglio sembrano approssimare gli indici, sono la prima generazione degli Etf. Pertanto, sarebbe forse più rigoroso confrontare i rendimenti netti di singoli fondi di investimento non con i rendimenti (necessariamente lordi) dei relativi *benchmark* ma con quelli netti degli Etf di prima generazione con analoga tipologia di rischio.

Non è peraltro agevole superare i vizi dell'analisi di Mediobanca. Anche il riferimento ai rendimenti degli indici Fideuram e il confronto con i rendimenti di indici *standard* dei titoli di Stato (per esempio: Mts-Bot e Mts-Btp) o delle azioni italiane e internazionali (per esempio: MSCI Italia e MSCI Mondo) soffrono, almeno in parte, dei primi due vizi. Pur essendo basati sulla corretta opzione per una metodologia di calcolo *time weighted*, anche i rendimenti degli indici Fideuram sono infatti influenzati dagli investimenti netti effettuati dai risparmiatori nel lasso di tempo considerato¹²; inoltre, il riferimento a indici *standard* non permette di porre rigorosamente a confronto rendimenti al netto del rischio. Tuttavia, è almeno possibile circoscrivere il terzo vizio della metodologia di Mediobanca, calcolando - seppur con qualche semplificazione - i rendimenti annui dei fondi 'italiani' al lordo dei costi di distribuzione.

Come mostra la figura 4, quest'ultima correzione non cancella la *performance* deludente dei fondi obbligazionari 'italiani' nel periodo più recente. Infatti, nei primi otto anni del Duemila, i rendimenti annuali - al lordo dei costi di distribuzione - di tale tipologia di fondi non sono mai stati superiori, con l'eccezione del biennio 2006-07, a quelli dell'indice Mts Btp; e, nello stesso intervallo di tempo, essi hanno 'battuto' solo in poco più del 60% dei casi i rendimenti dell'indice Mts Bot. Un po' meno deludenti sono state le *performance* di questa stessa tipologia di fondi nel corso del decennio Novanta. Sempre la figura 4 mostra che i corrispondenti rendimenti sono stati almeno maggiori (con l'eccezione degli anni 1994 e 1999) di quelli dell'indice Mts Bot. Più incoraggianti sono, infine, i riscontri relativi alle *performance* dei fondi azionari 'italiani' (cfr. la figura 5). Eccezion fatta per il 2005, dal 2002 al 2007 i rendimenti annuali - al lordo dei costi di distribuzione - di tale tipologia di fondi sono stati sempre superiori all'indice MSCI Mondo anche se non all'indice MSCI Italia; e, nella media del decennio Novanta, essi sono stati grosso modo allineati sia all'indice MSCI Italia che all'indice MSCI Mondo.

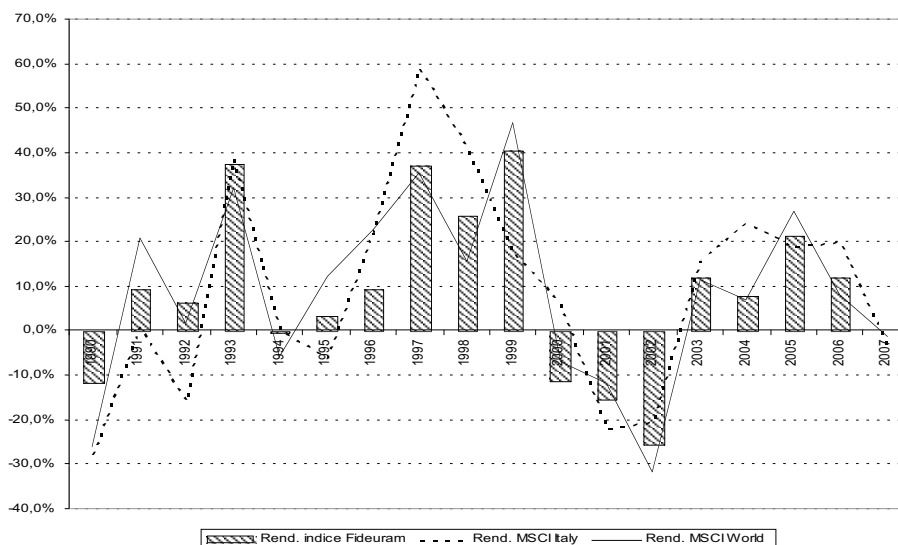
Fig. 4 Fondi obbligazionari italiani: rendimenti annui al lordo dei costi di distribuzione - Confronto con i rendimenti indici MTS BOT e MTS BTP



Fonte: Fideuram, Mts

12 L'indice Fideuram determina il rendimento di una data tipologia di fondi come media dei rendimenti giornalieri dei diversi fondi coinvolti, pesati per i relativi patrimoni trimestrali.

Fig. 5 Fondi azionari italiani: rendimenti annui al lordo dei costi di distribuzione - Confronto con i rendimenti degli indici MSCI Italy e World



Fonte: Fideuram, Msci

Nel complesso, pur condividendo una parte dei primi due vizi dell'indagine Mediobanca (2007) e pur componendo un quadro problematico, i riscontri empirici forniti dalle figure 4 e 5 già correggono i giudizi negativi più estremi circa le *performance* dei fondi 'italiani' di investimento. Ciò vale anche per le ricerche empiriche dedicate al tema che esaminano il mercato italiano e/o quello europeo. Con riferimento al periodo 1985-95, Cesari e Panetta (2002; cfr. anche 1998) mostrano che l'insieme dei fondi azionari 'italiani' esaminati ha ottenuto rendimenti lordi maggiori di quelli attesi (alfa positivo, dato il beta misurato dal rendimento del *benchmark*: cfr. Jensen 1969; e n. 11) e rendimenti netti in linea con quelli attesi (alfa statisticamente non diverso da zero). Questi risultati trovano conferma in un'analisi, effettuata su scala europea ma con un limitato campione di fondi azionari italiani, relativa a gran parte degli anni Novanta (Otten e Bams 2002); e, per quanto riguarda i rendimenti netti, sono ribaditi da Casarin, Pelizzon e Piva (2003) rispetto a un campione di fondi azionari italiani per gli anni 1988-1999. Viceversa, nella più ampia ricerca di Petrella (2006) riferita al periodo compreso fra il 1999 e l'inizio del 2004, si ha che l'*extraperformance* totale lorda dei fondi italiani non è stata statisticamente diversa da zero, mentre quella netta è stata negativa con un *market timing* positivo. Ciò vale, più in particolare, anche per i fondi azionari; viceversa i fondi obbligazionari hanno fatto registrare un'*extraperformance* lorda positiva e una netta negativa e i fondi di liquidità *extraperformance* generalmente negative.

L'evidenza più completa e aggiornata è, però, offerta da Barucci (2007) che esamina i rendimenti dei fondi sia 'italiani' che 'esteri', operanti in Italia per il decennio 1997-2006, mediante tre modelli: il CAPM tradizionale e quelli di Treynor-Mazuy (1966) e di Henriksson-Merton (1981). La sua analisi empirica, che minimizza il primo e il terzo vizio dell'indagine Mediobanca ma ne condivide il secondo (cfr. sopra), mostra - fra l'altro -

che: le varie tipologie di fondi di investimento ‘italiani’ e *roundtrip* sono ‘battute’ dai relativi *benchmark standard* in termini di rendimenti netti in quanto ottengono alfa negativi; la loro *extraperformance* negativa peggiora al crescere della rischiosità dei portafogli; sempre in termini di rendimenti netti, anche i fondi obbligazionari esteri in senso proprio hanno un alfa negativo ma i corrispondenti fondi azionari hanno un profilo rischio-rendimento allineato – in genere – a quello dei relativi *benchmark standard*¹³. Inoltre, mentre i fondi ‘italiani’ fanno registrare un market timing positivo, i fondi ‘esteri’ denunciano un market timing debolmente negativo.

Il riscontro più interessante della ricerca di Barucci risiede, però, nel calcolo delle *performance* lorde e, limitatamente al periodo 2004-06, nel calcolo di quelle al lordo dei costi di distribuzione ma al netto dei costi di gestione. I modelli di Treynor-Mazuy (1966) e di Henriksson-Merton (1981) forniscono, al riguardo, la seguente evidenza empirica: i fondi di investimento operanti in Italia hanno ottenuto *extraperformance* lorde che, nel decennio considerato, sono state statisticamente non diverse da zero ma, nel triennio 2004-06, sono state positive; tali fondi hanno ottenuto, sempre nel triennio 2004-06, una *extraperformance* al lordo dei costi di distribuzione che – pur se calcolata sulla base di qualche assunto semplificato – non è stata negativa. Ciò significa che, in media, i fondi di investimento operanti in Italia non sono stati ‘battuti’ dai relativi *benchmark standard*.

4. Allocazione temporale degli investimenti e costi di distribuzione

Il precedente paragrafo sottolinea che, specie nell’ultimo decennio, l’insieme dei fondi di investimento operanti in Italia e – in particolare – i fondi ‘italiani’ e quelli *roundtrip* hanno realizzato insoddisfacenti *performance* nette. Queste *performance* non sono state, però, così disastrose come suggerito da metodologie di calcolo (quali quelle utilizzate da Mediobanca 2007) che, di fatto, non misurano i rendimenti dei fondi ma approssimano i rendimenti netti ottenuti dai risparmiatori anche a seguito del profilo temporale dei loro investimenti e disinvestimenti. Inoltre, se si istituisce un più appropriato confronto fra i rendimenti dei *benchmark* e i rendimenti dei fondi al lordo dei costi di distribuzione, emerge che – almeno nel triennio 2004-06 – l’insieme dei fondi di investimento operanti in Italia ha registrato *performance* non ‘battute’ dai relativi *benchmark standard*.

¹³ Il campione dei fondi esteri in senso proprio, utilizzato da Barucci (2007), è meno articolato rispetto al campione dei fondi *roundtrip* e, a maggior ragione, rispetto a quello dei fondi ‘italiani’. Pertanto i rendimenti lordi relativamente migliori, realizzati dai fondi esteri in senso proprio, potrebbero essere indotti dalla scarsa rappresentatività del campione e da un connesso implicito effetto di “*cherry picking*”. Più interessante è, invece, l’analogo rendimento dei fondi italiani e di quelli *round trip*. Accompagnandosi – almeno per il sottoperiodo 2000-05 – a un andamento divergente nei flussi netti di tali due tipologie di fondi, questa analogia pone in questione una significativa relazione fra flussi netti e rendimenti dei fondi di investimento.

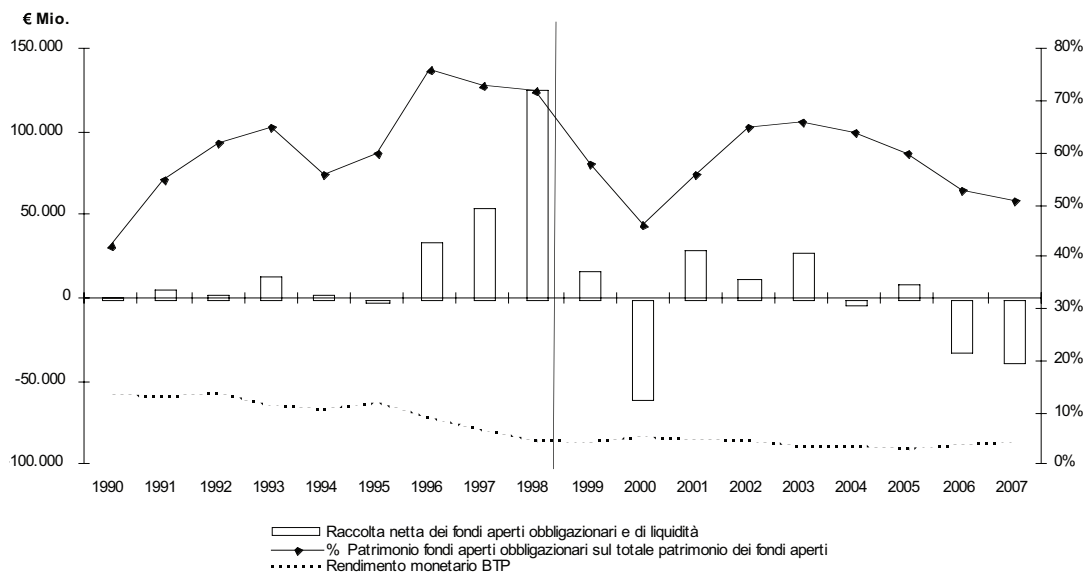
Tale evidenza empirica, oltre a richiedere vari approfondimenti analitici¹⁴, sollecita un esame più attento sia dell'allocazione temporale degli investimenti netti nei fondi operanti in Italia durante gli ultimi due decenni, sia dei costi di distribuzione imputati ai prodotti del risparmio gestito negli anni più recenti.

Le figure 6 e 7 mostrano che, per buona parte degli anni Novanta, nel mercato finanziario italiano la raccolta netta dei fondi obbligazionari e di liquidità e dei fondi azionari ha razionalmente accompagnato – se non anticipato – la congiuntura economica. La correzione degli squilibri di bilancio pubblico per il varo dell'Unione monetaria europea, avviata in Italia nel 1993 e proseguita poi con vigore dal secondo semestre del 1995 al 1999, ha prodotto una caduta nei tassi di interesse sui titoli del debito pubblico. Insieme alle turbolenze dei primi anni Novanta¹⁵, ciò ha spinto i risparmiatori italiani a ridurre il peso di questi titoli (e, in particolare, dei Bot) nei loro portafogli e a investire in fondi di investimento con moderato profilo di rischio. Fatto è che fra il 1990 e il 1998, grazie alla progressiva discesa nei tassi monetari e reali di interesse, la positiva raccolta netta dei fondi obbligazionari e di liquidità operanti in Italia e il sensibile aumento del loro peso rispetto alle altre tipologie di fondi hanno generato guadagni in conto capitale. D'altro canto, la rilevante raccolta netta positiva nel triennio 1997-99 dei fondi azionari, operanti in Italia, non ha anticipato ma ha almeno accompagnato la fase di intensa crescita degli indici di borsa.

14 Si tratterebbe, innanzitutto, di superare anche il secondo vizio dell'indagine di Mediobanca assumendo, come termine di confronto, non un *benchmark standard* ma lo specifico *benchmark* selezionato da ciascun fondo di investimento. Sarebbe, poi, necessario affrontare il punto sollevato alla nota 10 (confronto con i rendimenti degli Etf di prima generazione e con analogia tipologia di rischio). Sarebbe, infine, auspicabile integrare le due precedenti analisi con un'analisi di *performance* fondata su dati giornalieri (cfr. Bollen e Busse 2001); il che, dando conto delle relazioni fra beta e variabili correlate al premio per il rischio atteso, permetterebbe di affinare la misurazione delle *performance* (cfr. Ferson e Schadt 1996).

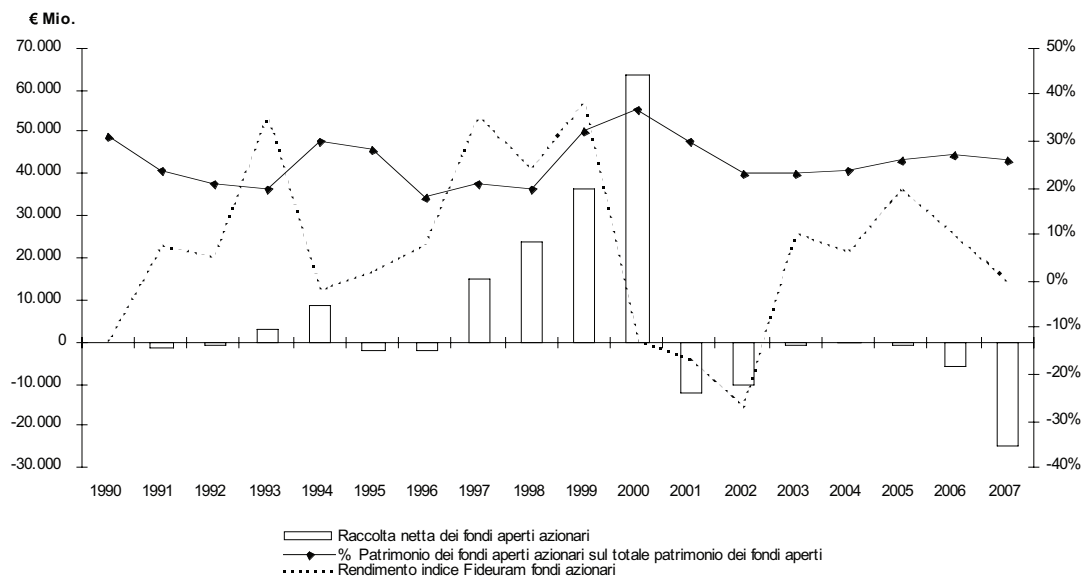
15 Il riferimento è alla situazione di tensione, prodottasi nel Sistema monetario europeo dalla fine degli anni Ottanta e sfociata – fra l'estate e l'autunno del 1992 – nella fluttuazione della lira italiana e di molte altre divise europee (sterlina britannica, corona svedese, peseta spagnola, e così via). Gli effetti furono la crisi del Sistema monetario europeo, riavviato poi nel 1993 ma con un'ampia banda di oscillazione (il 15% in più o in meno rispetto alla parità centrale) e con l'esclusione di lira italiana e sterlina inglese, e una prolungata svalutazione della nostra moneta rispetto al marco tedesco (45%), che si concluse nell'estate del 1995. Cfr. al riguardo: Graziani 1998, cap. 7; cfr. anche De Cecco 1998.

Fig. 6 I fondi aperti obbligazionari e di liquidità prima e dopo l'entrata dell'Italia nell'Ume



Fonte: Assogestioni

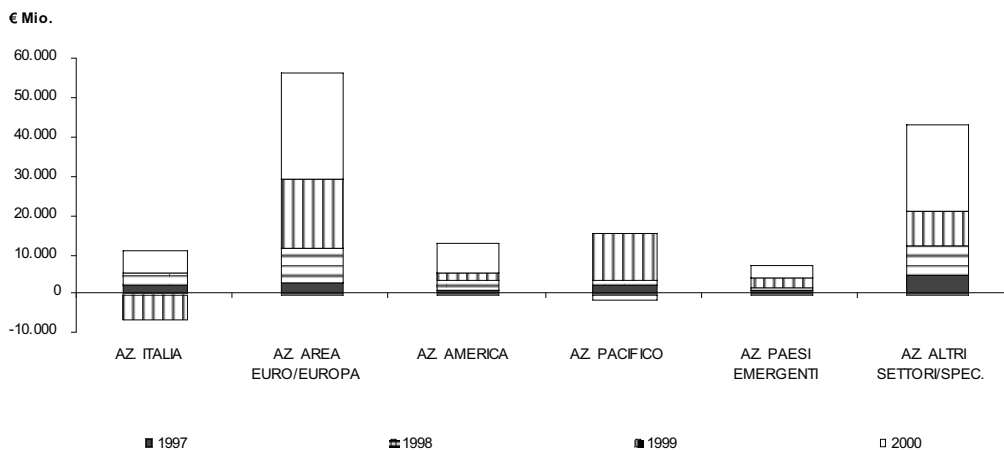
Fig. 7 I fondi azionari tra il 1990 e il 2007



Fonte: Assogestioni

Viceversa, alla fine degli anni Novanta e nei primi sei anni del Duemila, l'allocazione degli investimenti nelle diverse tipologie di fondi operanti in Italia è risultata - almeno *ex post* - del tutto inefficiente. I fondi azionari hanno massimizzato la loro raccolta netta nel 2000, in concomitanza cioè con lo scoppio della bolla speculativa. Per giunta, come indica la figura 8, nel biennio 1999-2000 molti risparmiatori italiani hanno destinato una quota crescente dei loro investimenti in fondi azionari proprio ai mercati che stavano chiudendo la fase di forte ascesa e si accingevano a subire le perdite più severe¹⁶; e, come emerge dalla figura 7, una quota non trascurabile di essi è uscita dai fondi azionari in prossimità dei punti di minimo nelle quotazioni (2001-02) senza rientrarvi negli anni successivi, privandosi così dei frutti della fase di ascesa delle borse nel quadriennio 2003-06. Infine, una parte significativa di chi ha detenuto fondi azionari negli anni Duemila ha atteso il 2007 per effettuare disinvestimenti. In modo speculare, la raccolta netta dei fondi obbligazionari e di liquidità è stata positiva non solo nel biennio 1998-99 ma anche fra il 2001 e il 2003, allorché ha toccato un massimo locale in termini di peso rispetto alle altre categorie di fondi, e nel 2005. Ciò significa che i risparmiatori italiani hanno investito in fondi obbligazionari e di liquidità proprio negli anni in cui si registrava un *boom* borsistico e, soprattutto, negli anni in cui i tassi reali di interesse si sono stabilmente attestati su minimi storici. Solo dal 2006 i nostri investitori hanno iniziato una fuga sistematica dai fondi obbligazionari.

Fig. 8 La ripartizione della raccolta fra diversi fondi aperti azionari



Fonte: Assogestioni

¹⁶ Considerando i più importanti indici azionari, fra il 1999 e il 2001 le maggiori perdite si sono registrate rispetto al Nasdaq 100 (- 36,84 nel 2000 e - 32,65 nel 2001) e al Nikkei 225 (- 27,19 nel 2000 e - 23,52 nel 2001); e, fra il 2000 e il 2001, consistenti perdite si sono registrate - oltre che per il Mib 30 - anche rispetto al DJ Euro Stoxx 50 (- 19,15) e allo S&P 500 (- 9,10). La figura 8 indica che i sottoscrittori italiani di fondi azionari hanno aumentato le loro quote di investimento nei settori tecnologici e nel mercato europeo proprio fra il 1999 e il 2000 e nel mercato statunitense proprio nel 2000.

Questa inefficiente destinazione degli investimenti netti nei fondi operanti in Italia, registratasi nel corso dell'attuale decennio, non ha trovato riscontro negli altri principali paesi europei e ha nuovamente accentuato l'anomalia italiana riguardo alla distribuzione delle attività finanziarie nelle diverse tipologie di fondi di investimento.

Come mostra la tabella 1, fra il 1992 e il 1999 si era ridotto il pesante divario fra Regno Unito e Italia in termini di incidenza dei fondi azionari e bilanciati rispetto alla ricchezza totale allocata in fondi di investimento nei rispettivi mercati nazionali. Tuttavia, tale riduzione era stata indotta più dal riequilibrio nei portafogli britannici che dalla crescita nel peso dei fondi azionari e bilanciati italiani, superato dal 1996 anche da quelli tedesco e francese. Fatto è che, fra il 1997 e il 1999, in Italia il peso dei fondi azionari e bilanciati aveva accentuato il proprio divario negativo rispetto alla media europea (da 16 a 18 punti percentuali) e a quello tedesco (da 13 a 20 punti percentuali) e aveva oscillato fra 11 e 12 punti percentuali al di sotto di quello francese. Nel 2000 invece, allo scoppio della bolla speculativa, l'incidenza di queste tipologie di fondi in Italia aveva dimezzato la distanza dalla media europea e aveva ridotto di svariati punti percentuali la distanza rispetto al Regno Unito (- 15 punti), alla Francia (- 10 punti) e alla Germania (- 7 punti). Per giunta, alla fine del 2006, in Italia il peso dei fondi azionari e bilanciati era ridisceso intorno al 44% dell'incidenza britannica, al 60% di quella tedesca e al 65% di quella francese (ossia intorno al 60% della media europea). Il risultato è che, nonostante i pesanti deflussi del precedente biennio, alla fine del 2006 nel mercato italiano il peso dei fondi obbligazionari rispetto alla ricchezza totale allocata in fondi era ancora pari a quasi tre volte il corrispondente peso britannico e francese e a più di una volta e mezzo quello tedesco e quello medio europeo¹⁷.

Tab. 1 Composizione per tipologia di fondi aperti (dati in %)

	Fondi Azionari e Bilanciati					Fondi Obbligazionari					Fondi di Liquidità				
	IT	UK	FR	G	EU	IT	UK	FR	G	EU	IT	UK	FR	G	EU
1993	37,8	96,3	12,9	17,8	26,1	62,2	2,9	23,1	82,2	33,2		0,8	64,0	0,0	40,4
1994	34,6	96,3	21,6	28,0	34,0	65,4	3,2	31,4	72,0	36,3		0,6	47,1	0,0	29,7
1995	43,7	96,4	23,9	26,5	34,9	56,3	3,0	28,4	55,6	34,7		0,6	47,7	17,9	30,3
1996	39,6	96,0	25,5	25,6	34,1	60,4	3,7	28,5	54,6	36,2		0,4	46,0	19,9	29,5
1997	24,2	94,6	29,7	29,1	36,5	75,8	4,9	29,5	54,9	35,9		0,5	40,8	16,0	27,3
1998	27,3	89,7	38,6	40,7	43,5	72,7	6,0	27,2	48,2	33,6		0,5	34,2	11,1	21,4
1999	27,6	88,9	45,8	47,7	46,8	72,4	7,7	24,8	40,8	33,9		0,5	29,5	11,2	17,4
2000	41,4	88,4	53,6	61,4	59,4	53,2	8,0	18,5	26,9	26,6	4,3	0,4	27,8	9,8	12,1
2001	52,6	85,8	54,7	65,7	61,6	41,5	8,9	16,9	22,1	23,5	4,3	0,4	28,5	8,3	12,0
2002	42,8	83,4	50,5	57,8	54,6	45,9	10,8	17,3	24,3	26,6	9,8	0,4	32,2	13,9	15,3
2003	32,4	78,1	44,0	45,9	45,6	47,6	15,6	18,3	31,4	30,9	17,6	0,6	37,7	19,0	20,0
2004	30,7	77,9	45,9	48,9	47,4	45,4	15,6	18,0	30,1	29,9	20,3	0,7	36,1	17,3	19,3
2005	31,2	78,0	45,4	49,9	48,6	46,1	14,8	18,6	31,5	27,0	17,7	0,8	34,9	14,5	20,7
2006	33,4	77,0	49,2	53,1	52,1	45,3	14,8	15,7	29,9	25,4	14,6	0,8	33,7	12,1	17,8
2007	33,8	76,9	51,9	55,9	56,0	40,0	13,7	14,2	25,7	23,2	13,5	0,9	31,9	12,0	15,6
31/03/2008	31,3	72,9	52,5	59,2	55,5	35,4	17,4	12,9	23,6	21,7	15,9	1,1	31,8	10,3	16,4
	26,0	71,1	47,9	56,3	51,3	38,3	18,1	13,0	26,0	21,9	17,3	1,2	36,3	11,2	20,2

Fonte: Assogestioni, EFAMA

I dati della tab. 1, relativi al 2007 e al primo trimestre del 2008, sembrano indicare che in Italia si sia prevista la crisi finanziaria dell'estate del 2007 meglio che in Germania e in Francia. L'evidenza empirica è, tuttavia, condizionata dai pesanti deflussi del settore italiano del risparmio gestito, iniziati dall'aprile 2006 (cfr. sopra).

L'evidenza descrittiva prodotta non permette di stabilire con rigore se l'inefficiente allocazione temporale degli investimenti fra le diverse tipologie di fondi, registratasi in Italia negli anni 2000-2008, vada imputata a comportamenti irrazionali da parte dei risparmiatori, a distorte politiche dell'offerta da parte dei canali distributivi, a inadeguate innovazioni di prodotto da parte delle 'fabbriche' oppure a una combinazione di tutti e tre i fattori. Il fatto che si tratti di una caratteristica soprattutto italiana indica, tuttavia, che i fattori prevalenti andrebbero cercati dal lato dell'offerta. Sebbene denunci da tempo un grado molto basso di informazione finanziaria (cfr. *infra*), difficilmente il risparmiatore italiano può essere stato colpito negli anni Duemila da una ventata di irrazionalità che non ha toccato i risparmiatori degli altri paesi europei. Resta comunque da considerare che le ricerche sulle *performance* dei fondi di investimento, sopra ricordate (cfr. par. 3), hanno fatto emergere un'altra possibile causa di disaffezione dei risparmiatori italiani rispetto ai prodotti del risparmio gestito: gli elevati costi di distribuzione.

Dal 1996 le commissioni, complessivamente pagate dagli investitori ai fondi 'italiani' di investimento con l'eccezione di quelle di vendita *up front*¹⁸, sono sintetizzate per ogni tipologia di fondi nell'indice Ter (*total expense ratio*). Dal 2004, tale indice è scomponibile in quattro voci: le commissioni di gestione, le commissioni di incentivo (o di *performance*), le commissioni destinate alla banca depositaria e le commissioni residue. Per il 2006 è stata calcolata anche la quota del Ter retrocessa alla rete distributiva (costi di distribuzione). Come emerge dalla tabella 2 (cfr. pure: Barucci 2007; Spaventa 2007; Mediobanca 2007), l'incidenza annuale del Ter sul patrimonio dell'insieme dei fondi 'italiani' è stata - nell'arco dei dodici anni considerati - sostanzialmente costante. In particolare negli anni più recenti, dopo aver toccato un minimo locale nel 2001, essa ha oscillato intorno a un *trend* in leggera crescita fino al 2005; poi, nel 2007, ha raggiunto il punto di minimo. Questi andamenti sono stati sostanzialmente indotti dalla dinamica del Ter dei fondi 'italiani' azionari e bilanciati; viceversa, sempre fra il 2001 e il 2007, l'incidenza del Ter nei fondi 'italiani' obbligazionari e di liquidità ha fatto segnare un decremento più sistematico. Inoltre, nel quadriennio 2004-07, le più rilevanti componenti del Ter hanno avuto un peso sostanzialmente costante. Si notino solo: il limitato peso delle commissioni di incentivo che, nell'ultimo anno, hanno subito un'ulteriore caduta; e il decremento nell'incidenza delle commissioni di gestione per i fondi bilanciati e di liquidità a fronte di un aumento per i fondi flessibili e azionari.

18 Rispetto agli altri paesi europei, in Italia le commissioni di vendita *up front* sono molto basse in quanto si sono drasticamente ridotti i costi di sottoscrizione e di liquidazione di quote di fondi di investimento. Le riduzioni sono state l'esito di modifiche contrattuali ma, soprattutto, della politica discrezionale delle reti distributive, che si appropriano per intero delle commissioni *up front*. Come si dirà fra breve, ciò rende difficile effettuare rigorosi confronti internazionali in termini di costi di distribuzione.

Tab. 2 Scomposizione del Total Expense Ratio (TER) dei fondi comuni aperti*

	Azionari	Bilanciati	Fondi di liquidità	Obbligazionari	Flessibili	Totale
TER - commissioni di gestione						
2004	1,87	1,62	0,61	1,07	1,52	1,48
2005	1,89	1,59	0,56	1,06	1,59	1,49
2006	1,88	1,56	0,55	1,05	1,48	1,47
2007(e)	1,91	1,55	0,53	1,07	1,66	1,48
TER - commissioni di incentivo						
2004	0,25	0,09	0,00	0,04	0,39	0,16
2005	0,43	0,20	0,00	0,06	0,46	0,26
2006	0,25	0,09	0,00	0,03	0,39	0,16
2007(e)	0,08	0,02	0,00	0,01	0,09	0,05
TER - commissioni banca depositaria						
2004	0,13	0,12	0,08	0,10	0,15	0,12
2005	0,15	0,12	0,08	0,10	0,15	0,13
2006	0,16	0,11	0,08	0,10	0,12	0,13
2007(e)	0,14	0,11	0,07	0,09	0,11	0,12
TER - altro						
2004	0,10	0,03	0,02	0,03	0,37	0,08
2005	0,08	0,04	0,01	0,04	0,12	0,06
2006	0,08	0,04	0,01	0,03	0,11	0,06
2007(e)	0,10	0,11	0,01	0,04	0,12	0,08
TER - complessivo						
1996	2,17	2,09		1,31		1,77
1997	2,41	2,29		1,35		1,92
1998	2,33	2,06		1,29		1,82
1999	2,50	2,06	0,87	1,26	3,14	1,90
2000	2,52	1,98	0,80	1,27	2,63	1,91
2001	2,18	1,76	0,74	1,29	2,11	1,75
2002	2,26	1,82	0,71	1,28	2,43	1,83
2003	2,59	2,03	0,66	1,29	2,67	2,02
2004	2,37	1,87	0,67	1,27	2,30	1,85
2005	2,55	1,94	0,66	1,26	2,32	1,94
2006	2,37	1,80	0,65	1,22	2,10	1,81
2007(e)	2,25	1,79	0,61	1,21	2,00	1,72

*Medie semplici di un campione aperto composto, a fine 2007, da 745 fondi armonizzati aperti di diritto italiano. (e):stime

Fonte: Assogestioni

Se confrontati con i risultati di alcune delle più recenti indagini a livello europeo (cfr. CRA International 2006; cfr. anche De Rossi et al. 2008), tali dati mostrano che il Ter dei fondi 'italiani' è risultato leggermente al di sopra della media europea. Inoltre essi suggeriscono che, almeno negli anni del Duemila, le commissioni totali sono state poco elastiche rispetto ai risultati di mercato. Il Ter dei fondi 'italiani' non appare, infatti, direttamente correlato né con i rendimenti annuali da essi realizzati né con la negativa dinamica della loro raccolta netta che è iniziata, appunto, nel 2001 (cfr. sopra, par. 1). Anzi i risultati di un esercizio econometrico, effettuato da Barucci (2007) nel triennio 2004-06 per ognuno dei fondi 'italiani' del suo ampio campione, sottolineano che - escludendo le commissioni di incentivo¹⁹ - vi è stata una relazione inversa statisticamente significativa fra *extraperformance* e commissioni: i fondi 'italiani' con le commissioni più elevate sono stati quelli che hanno ottenuto i rendimenti netti più bassi²⁰.

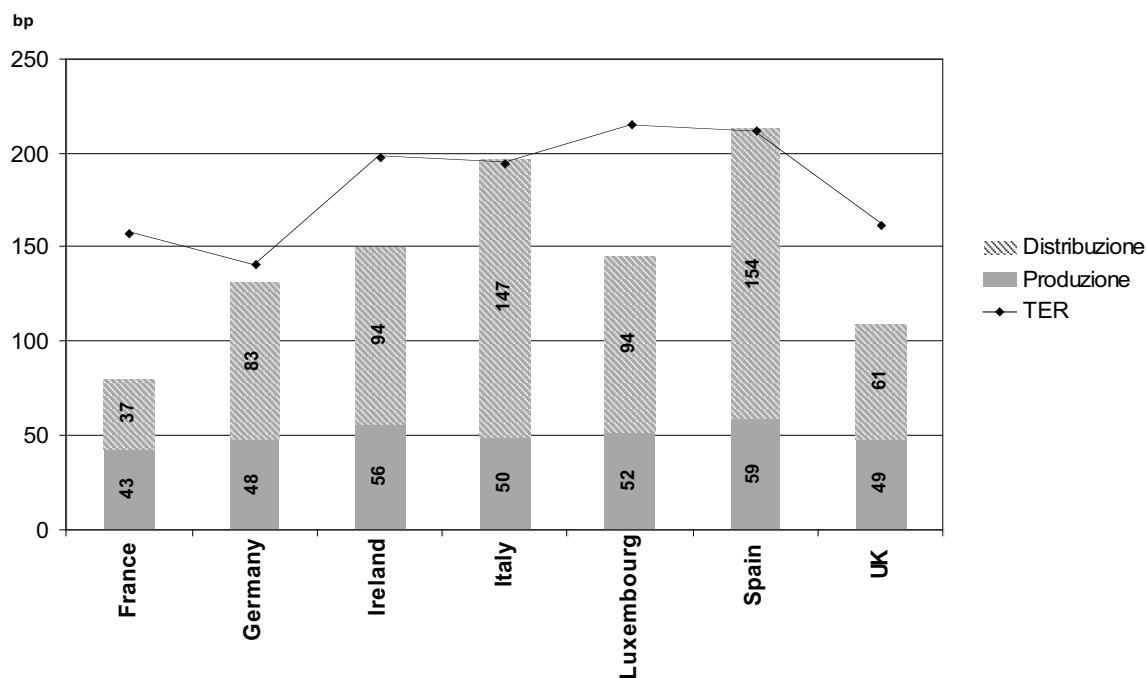
Una possibile spiegazione per questo comportamento anomalo del Ter dei fondi 'italiani' di investimento è che sia influenzato da una componente quasi fissa molto rilevante. L'analisi di Barucci (2007) e alcune indagini internazionali (cfr. CRA International 2006) suggeriscono che si tratti della quota delle commissioni sul Ter retrocessa ai canali distributivi dalle società di gestione del risparmio e dedotta, quindi, dalle loro commissioni di gestione. Per il 2006 tale quota si è attestata intorno al 70% ed è fra le più elevate in Europa. Del resto, un semplice confronto con il peso relativo delle commissioni di gestione sul patrimonio dei fondi fa emergere che una quota del genere ha implicato che i costi di distribuzione siano stati pari a circa tre volte i costi di produzione. Ciò trova conferma nel confronto fra i costi di produzione e di distribuzione, sopportati dai fondi azionari in vari paesi europei alla metà del primo decennio del Duemila (cfr. figura 9). Mentre i costi di produzione dei fondi 'italiani' erano leggermente al di sotto della media europea, quelli di distribuzione erano secondi solo a quelli dei fondi spagnoli e pari al 156% di quelli irlandesi e lussemburghesi²¹.

19 Si tratta infatti di una componente che, per definizione, è direttamente correlata ai rendimenti (relativi) dei fondi. Come si è detto, il suo peso è comunque molto limitato nel caso italiano.

20 I risultati di Barucci sono in sintonia con varie evidenze empiriche offerte a livello internazionale. Per esempio, Christoffersen-Musto (2002) mostrano che i fondi di investimento tendono a fissare costi più alti per i segmenti di mercato con domanda meno elastica rispetto alle *performance* nette; e, più di recente, Khorana et al. (2008) sottolineano che la varianza dei costi fra paesi non è giustificata da corrispondenti diversità nelle *performance* ottenute e in altri servizi offerti.

21 La comparazione non include le commissioni di vendita *up front* che, come si è già ricordato (cfr. n. 18), in Italia - diversamente da altri paesi europei - sono poco rilevanti. Pertanto, tenuto conto che i ricavi *up front* sono incassati dai canali distributivi, i dati della figura 9 sopravvalutano l'anomalia italiana. I divari sono, tuttavia, così marcati da apparire robusti rispetto a possibili correzioni.

Fig. 9. Fondi azionari - Costi di produzione e distribuzione nei principali paesi europei



Fonte: CRA International for the European Commission (sept 2006), Fitzrovia

5. Norme, regole e assetti di mercato

Le considerazioni fin qui svolte hanno posto in evidenza che: i deflussi, accusati dai fondi di investimento e dagli altri strumenti del risparmio gestito operanti in Italia, sono stati così gravi da innescare una crisi del settore che comporta un rischio di declino; la crisi è stata alimentata da varie possibili cause quali gli eccessivi costi di distribuzione, le insoddisfacenti performance nette, gli inefficienti profili temporali di molti degli investimenti allocati nei fondi. A loro volta, almeno due di questi tre aspetti rimandano a problemi strutturali nei rapporti fra ‘fabbriche’ di produzione e canali di distribuzione²². La figura 9 mostra per esempio che, quantomeno per i fondi azionari operanti in Italia²³, l’entità dei costi di distribuzione ha determinato

22 Qui non si sostiene l’irrelevanza di altre possibili cause legate al comportamento degli investitori (per esempio, una maggiore avversione al rischio). L’ipotesi implicita è tuttavia che la complessità dei prodotti finanziari renda dominante il lato dell’offerta. Ciò non dipende tanto o soltanto dal fatto che i canali distributivi operano in condizioni di monopolio o di oligopolio (cfr. per esempio: Mas Colell et al. 1995, ch. 12) oppure che essi si trovano sul “lato corto” del mercato (cfr. per esempio: Grandmont et al. 1978). Il punto dirimente è che, se godono di rilevanti vantaggi informativi, gli offerenti di un prodotto complesso - come quello finanziario - detengono vari strumenti per influire sulle scelte degli acquirenti (cfr. per esempio: Stiglitz 1984).

23 Evidenze empiriche, seppure meno sistematiche, sembrano però indicare che lo stesso vale per altre categorie di fondi di investimento operanti in Italia.

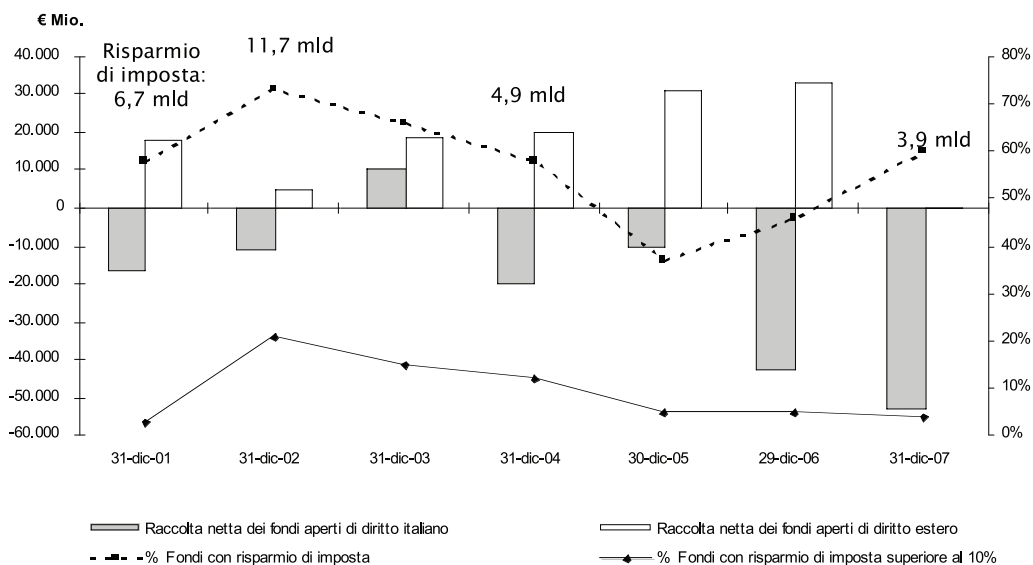
una compressione dei margini netti di profitto delle società di gestione del risparmio. Quali sono, però, le cause dei problematici rapporti fra produzione e distribuzione nel settore italiano del risparmio gestito? Pesano certamente sia le asimmetrie normative e regolamentari che il quasi monopolio detenuto dai gruppi bancari italiani rispetto agli assetti proprietari delle società di gestione del risparmio e alla distribuzione dei relativi prodotti. La combinazione di tali diverse cause rischia di determinare una carenza di concorrenza, che spiegherebbe gli elevati costi di distribuzione.

Le più rilevanti asimmetrie normative riguardano la fiscalità. In Italia i sottoscrittori di fondi 'esteri' di investimento e di molte altre attività finanziarie pagano le imposte sui relativi guadagni accumulati solo all'atto del disinvestimento (tassazione sul realizzato); viceversa, dal 1998, i fondi 'italiani' (e alcuni vecchi fondi di diritto lussemburghese) fungono da sostituti di imposta e i relativi sottoscrittori sono tassati sul maturato²⁴. Negli ultimi undici anni si è avuto, perciò, che: durante le fasi negative di mercato, i fondi 'italiani' hanno accumulato risparmi di imposta che hanno cristallizzato quote più o meno rilevanti degli attivi dei loro bilanci, condizionando comunque le loro politiche di investimento e comprimendo i relativi rendimenti lordi; durante le fasi positive di mercato, a meno della diminuzione dei preesistenti *stock* di risparmi di imposta, sempre i fondi 'italiani' hanno dovuto sottrarre ai loro rendimenti giornalieri le imposte sul maturato corrisposte per conto dei sottoscrittori, penalizzando così ogni investitore con una preferenza intertemporale positiva e rendendo penalizzante e inaffidabile ogni confronto con i rendimenti dei fondi 'esteri' e con quelli di gran parte delle altre attività finanziarie (ovviamente calcolati al lordo della futura e incerta tassazione). Fino all'agosto del 2001 era stata comunque garantita una sostanziale neutralità fra queste due forme di tassazione, applicando il pur macchinoso meccanismo dell'equalizzatore alla tassazione sul realizzato. Da quella data è stato invece abrogato l'equalizzatore senza eliminare le diversità di tassazione.

L'impatto, che tale asimmetria normativa ha avuto sul settore italiano del risparmio gestito, è desumibile dalla figura 10. Non sembra casuale che i deflussi netti, accusati dai fondi 'italiani' di investimento e - fino all'aprile del 2006 - quasi sempre più che compensati dagli afflussi netti verso i fondi 'esteri', siano diventati sistematici proprio dal 2001 ossia dall'anno di eliminazione dell'equalizzatore.

24 Ciò significa che i sottoscrittori dei fondi 'italiani' subiscono un'imposizione fiscale su ogni plusvalenza, anche se indotta da teorici guadagni in conto capitale non incassati mediante disinvestimento.

Fig. 10 Nell'agosto 2001 viene abrogato l'equalizzatore



Fonte: Assogestioni

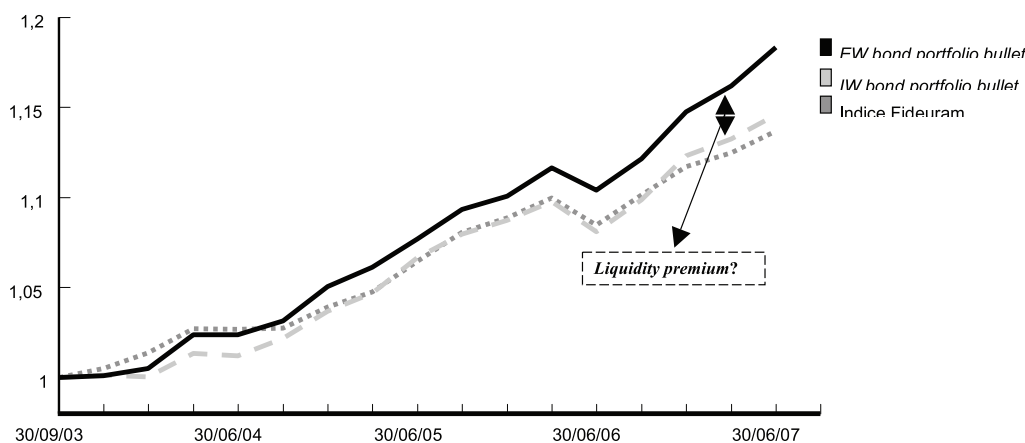
Le più rilevanti asimmetrie regolamentari riguardano invece i diversi gradi di trasparenza e di tutela dei risparmiatori richiesti – rispettivamente - ai prodotti del risparmio gestito e ad altre più complesse attività finanziarie quali le polizze assicurative con contenuto finanziario, le obbligazioni bancarie e/o quelle strutturate, vari tipi di certificati, altri strumenti obbligazionari di recente creazione. Basti considerare che, nel caso dei fondi aperti di investimento, vi è l’obbligo sia di rendere pubblico il valore giornaliero delle quote sia di specificare le varie componenti delle commissioni e delle retrocessioni a favore della distribuzione; inoltre, dopo l’entrata in vigore della Direttiva europea MiFID, queste varie componenti vanno ricondotte a specifici servizi svolti nel miglior interesse del cliente. Ne deriva che i prodotti del risparmio gestito sono *mark to market*, assicurano un livello massimo di trasparenza e diluiscono nel tempo i costi sopportati dagli investitori. Viceversa, per esempio nel caso delle obbligazioni strutturate e – almeno in parte - dei prodotti assicurativi a base finanziaria²⁵, gli oneri per gli acquirenti restano spesso nascosti nelle quantità o nei prezzi stipulati nel contratto di vendita

²⁵ Negli anni passati due interventi dell’Isvap (cfr. le circolari 451/2001 e 551/2005) avevano già attenuato alcune opacità di tali prodotti in fase sia pre-contrattuale che post-contrattuale. Più di recente poi, l’assoggettamento dei loro prospetti informativi alla regolamentazione della Consob (cfr. la delibera 15915 del 3 maggio 2007, che ha modificato il regolamento emittenti n. 11971/1999) ha comportato ulteriori passi avanti per la fase pre-contrattuale. Resta il fatto che, continuando ad assicurare elevati ricavi *up front* e non essendo soggetti alla regola del *mark to market* o a regole analoghe, questi stessi prodotti non soddisfano ancora agli stessi *standard* di trasparenza propri ai prodotti del risparmio gestito.

e i connessi ed elevati rischi di perdite in conto capitale e di illiquidità nel *durante* (dovute anche dalla mancanza di mercati ‘spessi’) vengono sovente mascherati grazie a garanzie sul capitale nominale valide però solo alla scadenza contrattuale. Ne deriva che, non essendo né *mark to market* né *mark to model*, tali strumenti finanziari sono opachi ma - proprio per ciò - capaci di offrire elevati ricavi *up front* ai venditori e di promettere sicurezza agli investitori.

Sommandosi con la scarsa cultura finanziaria dei risparmiatori italiani, che si trovano stretti fra l’inefficienza di scelte “fai da te” e la sfiducia nei confronti dei fondi di investimento e degli intermediari finanziari²⁶, ciò favorisce le obbligazioni (specie se strutturate) o attività analoghe perché percepite o presentate come poco rischiose. Prova ne sia il peculiare successo, incontrato da tali strumenti nel mercato italiano *retail* (cfr. Banca d’Italia 2008, pp.164-5) sebbene il loro maggiore rischio di liquidità non sia compensato da un adeguato andamento dei loro rendimenti rispetto agli altri strumenti di mercato. Come mostra infatti Doninelli (2007; cfr. anche fig. 11), la *performance* di una importante classe di obbligazioni strutturate *retail* è strettamente correlata all’indice generale Fideuram. La maggiore trasparenza dei prodotti del risparmio gestito rischia così di trasformarsi da fattore di vantaggio competitivo (come dovrebbe accadere in mercati ben funzionanti) a elemento negativo: per gli investitori, perché rende possibili ingiustificate correzioni di breve periodo; per le reti distributive, perché sollecita rapporti più frequenti e intensi con i clienti e accresce così gli impegni post-vendita.

Fig. 11 Le obbligazioni strutturate retail – performance relative sul mercato secondario



Fonte: Doninelli (2007). Performance dei bond portfolio al netto d’imposta sul maturato. IW = issue weighted; EW = equally weighted

26 Cfr. al riguardo: Boeri-Zingales (2007). Del resto la scarsa fiducia, nutrita dai risparmiatori italiani nei confronti dei mercati azionari e degli intermediari finanziari (cfr. al riguardo: Guiso-Sapienza-Zingales 2007), trova un distorto corrispettivo nel peso anormale che il risparmio amministrato ha – da tempo – assunto in Italia. Infatti il rapporto italiano fra risparmio amministrato e risparmio gestito è molto più elevato di quello di quasi tutti gli altri paesi economicamente avanzati.

Di recente la Consob ha predisposto un documento di consultazione (“Il dovere dell’intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi”) che, se tradotto in interventi di regolamentazione e di autoregolamentazione, eliminerà gran parte delle asimmetrie regolamentari sopra denunciate. Anche nel caso più favorevole, permarranno però problemi. In Italia infatti la regolamentazione per i prodotti del risparmio gestito è appesantita dalla frammentazione delle autorità indipendenti (Banca d’Italia, Consob, Isvap, Covip, ecc.), che moltiplica i costi di ogni intervento di regolazione e causa ritardi nel recepimento delle direttive europee; vi è, inoltre, una sporadicità nella valutazione costi-benefici (o nella valutazione con modelli più sofisticati) delle singole decisioni. A quest’ultimo proposito, è stata emblematica la posizione assunta dalla Consob a proposito del funzionamento delle GPF.

La Consob ha reso pubblica una scheda, che ha fornito una lettura restrittiva e peculiare della MiFID in tema di retrocessione delle commissioni dalle società di gestione del risparmio ai distributori in presenza di una GPF, solo pochissimi giorni prima dell’entrata in vigore in Italia di tale direttiva europea (cfr. Consob 2007). La scheda, pur se non incorporata nella norma italiana di recepimento, ha di fatto vietato il precedente e diffuso funzionamento delle GPF. Per di più essa ha giustificato il divieto mediante il riferimento a uno schema teorico “principale-agente”, di cui ha alterato la sedimentata struttura analitica (cfr. per esempio: Grossman-Hart 1983, Hart-Holmstrom 1987). Contrapponendosi infatti ai risultati raggiunti dalla letteratura economica negli ultimi venticinque anni (cfr. per esempio: Diamond 1984, Diamond-Dybvig 1983; Tirole 1986; Laffont-Martimort 1998), essa ha negato che un disegno contrattuale possa essere più efficiente se il rapporto fra “principale” e agente vede la presenza di intermediari designati a svolgere funzioni diverse: la stipula di contratti differenziati con agenti e “principale”, il controllo degli agenti per conto del “principale”, la centralizzazione degli interessi degli agenti, e così via. Il risultato pratico è stato quello sopra ricordato (cfr. par. 2): negli ultimi mesi si è registrato un sistematico smantellamento delle GPF che ha aggravato la crisi strutturale del settore italiano del risparmio gestito.

Il negativo impatto delle asimmetrie normative e regolamentari, appena esaminate, è stato rafforzato dagli assetti di mercato di questo settore (cfr. Draghi 2007a, 2007b e 2008). Il controllo proprietario, esercitato dai gruppi bancari e – in subordine – assicurativi su larga parte delle Sgr, e il predominio dei canali bancari per la distribuzione dei diversi strumenti finanziari hanno infatti generato almeno due conseguenze²⁷: i prodotti del risparmio gestito sono stati spesso posti in diretta alternativa con strumenti finanziari più opachi e meno impegnativi in termini di assistenza post-vendita nell’ambito dello stesso canale distributivo; tale alternativa non si è tradotta in una positiva concorrenza, ma ha generato un potenziale conflitto di interesse in quanto i canali distributivi sono stati in grado di privilegiare il collocamento

27 In Italia le Sgr, la cui struttura proprietaria è sottoposta al controllo di uno o più gruppi bancari oppure di una o più compagnie assicurative, coprono oggi una quota ancora superiore al 90% del mercato nazionale; inoltre i canali distributivi, direttamente o indirettamente controllati da gruppi bancari, collocano una quota altrettanto rilevante dei prodotti del risparmio gestito. Nella maggior parte dei paesi dell’Europa continentale, l’organizzazione del settore del risparmio gestito e della relativa distribuzione è simile a quella italiana; nella media europea, l’incidenza proprietaria e distributiva del settore bancario appare tuttavia inferiore a quella italiana.

dei prodotti finanziari per essi più remunerativi. D'altro canto, le asimmetrie fiscali e regolamentari non hanno incentivato le reti distributive a collocare prodotti del risparmio gestito; e la prevalenza di una prospettiva di breve termine, imposta dal rilievo assunto per gli intermediari finanziari dai risultati trimestrali e - congiuntamente - dai sempre più stringenti vincoli di liquidità delle banche, ha aumentato l'apprezzamento per i ricavi *up front*²⁸.

Tali scelte distributive, largamente indipendenti dai profili di rischio e dalle conseguenti esigenze dei singoli risparmiatori, hanno poi indotto ulteriori distorsioni. Una delle più rilevanti per gli investitori *retail* ha appunto riguardato la struttura dei costi dei prodotti del risparmio gestito. Al fine di non essere completamente spiazzati dagli elevati ricavi *up front* delle obbligazioni strutturate e di molte polizze assicurative con contenuto finanziario, le società di gestione del risparmio hanno assicurato retrocessioni elevate ai distributori e hanno sopportato alti costi per i servizi accessori prodotti nell'ambito del gruppo bancario di controllo (amministrazione, banca depositaria, ecc.). Questi fattori hanno determinato quella forte incidenza dei costi di distribuzione (e dei costi accessori) sopra denunciata (cfr. par. 4 e figura 9). Per giunta, anche durante la recente fase di crisi strutturale del settore, in media le Sgr hanno realizzato un ROE e un utile netto relativamente elevati che si sono tradotti in robusti dividendi per i proprietari. Il risultato è stato duplice: gli acquirenti dei prodotti del risparmio gestito hanno sopportato costi totali troppo elevati; le società di gestione del risparmio hanno trattenuto una quota inadeguata dei loro ricavi e dei loro utili netti e hanno, quindi, avuto limitate possibilità di investimento. Sommandosi alla difficoltà di rendere appetibile per le reti distributive il collocamento di nuovi prodotti trasparenti ma complessi, ciò contribuisce a spiegare la scarsa capacità di innovazione di prodotto del settore.

Nel medio-lungo periodo una situazione del genere rischia di compromettere, in modo irreversibile, le prospettive del settore italiano del risparmio gestito: i sottoscrittori, oggi in uscita perché delusi, difficilmente torneranno a essere potenziali clienti domani. Tali prospettive sono rese, se possibile, ancora più negative dal fatto che non si estendono ai distributori. Sebbene nel 2007 la crisi del risparmio gestito abbia inciso sull'apporto fornito dal settore ai ricavi bancari, il quasi monopolio delle reti bancarie ha fatto sì che i risparmiatori, delusi dai prodotti del risparmio gestito, abbiano sottoscritto altri strumenti finanziari direttamente o indirettamente distribuiti dai gruppi bancari.

6. Conclusioni: interventi di *policy*

Le ultime considerazioni suggeriscono che, combinandosi con le distorsioni fiscali e regolamentari, il quasi monopolio dei canali distributivi bancari e la dominante presenza bancario-assicurativa nella struttura proprietaria delle Sgr hanno contribuito alla crisi strutturale del settore italiano del risparmio gestito. I risparmiatori, che sono ovviamente interessati ai rendimenti netti - e non a quelli lordi - dei loro investimenti, tendono a sottovalutare le conse-

²⁸ In alcuni casi, le nuove norme contabili vietano di iscrivere l'intero ammontare dei ricavi *up front* nel bilancio corrente. Anche in questi casi sfavorevoli però, i ricavi *up front* allentano i vincoli di liquidità cui sono oggi sottoposti i gruppi bancari.

guenze negative delle loro errate scelte temporali di sottoscrizione e di rimborso (*market timing*). Di conseguenza, le *performance* di molti prodotti del risparmio gestito sono state ritenute deludenti; e si è imposta l'esigenza di miglioramenti nella qualità di questi prodotti e dei connessi servizi di pre- e post-vendita da perseguire mediante innovazioni gestionali e organizzative. Viceversa l'inefficiente rapporto fra le 'fabbriche' e i canali distributivi, che si è tradotto in forme distorte di concorrenza e in un'alta incidenza delle retrocessioni, hanno creato vincoli stringenti a quegli investimenti in risorse umane e in tecnologia che sono condizione necessaria per qualsiasi innovazione di prodotto o di organizzazione capace di incrementare la qualità dei servizi offerti.

Tale rappresentazione dei problemi aperti nel settore italiano del risparmio gestito solleva ulteriori interrogativi e sollecita interventi di *policy*. Gli interrogativi riguardano le iniziative che le Sgr, operanti nel mercato nazionale, potrebbero assumere per migliorare i servizi offerti pur nel difficile quadro istituzionale e organizzativo dato. Si tratterebbe, fra l'altro, di chiedersi se le nostre 'fabbriche' del risparmio gestito abbiano: utilizzato le possibili combinazioni fra risparmio previdenziale e risparmio finanziario e le connesse innovazioni di prodotto, indotte dall'invecchiamento della popolazione e dall'anomala distribuzione per età della ricchezza finanziaria²⁹; sfruttato e/o adattato le innovazioni finanziarie disponibili per offrire prodotti tagliati sugli andamenti del mercato finanziario; adottato quei modelli di gestione dei portafogli finanziari e di controllo dei relativi rischi, che sono frutto di una ricerca efficace e sono allineati alla migliore pratica internazionale; definito disegni di incentivo e forme di controllo interno in grado di assicurare un uso efficiente delle risorse umane e di quelle organizzative; realizzato le potenzialità di crescita dimensionale, per linee interne ed esterne, idonee a sfruttare le economie di scala e di scopo offerte dal mercato³⁰.

Le risposte a queste domande, e ad altre a esse collegate, devono basarsi su analisi specifiche ancora non disponibili; esse non possono, quindi, essere neppure abbozzate. E' viceversa possibile delineare interventi di *policy* volti a eliminare le asimmetrie fiscali e regolamentari sopra denunciate e a sostenere il mercato nel raggiungimento di due obiettivi: l'affermazione del risparmio gestito come un servizio finanziario efficace per una vasta quota di risparmiatori privi di specifiche competenze finanziarie (opzione di *default*); l'introduzione di una più ampia varietà di forme proprietarie delle Sgr e di articolazioni fra produzione e distribuzione. Quanto si è sopra detto (cfr. par. 5) rende superfluo soffermarsi sul tema dell'uniformità in campo fiscale e regolamentare fra i prodotti del risparmio gestito e i prodotti finanziari sostitutivi. Basti ribadire l'urgenza dovuta soprattutto al fatto che in Italia, in misura assai maggiore di quanto non avvenga in altri paesi dell'Europa continentale, tali prodotti sono offerti allo stesso insieme di risparmiatori

29 Come in altri paesi dell'Europa continentale, in Italia la quota più ricca della popolazione anziana mostra una propensione positiva al risparmio; il che contrasta con la teoria del ciclo vitale del consumo (*life cycle hypothesis*; cfr. Modigliani-Brumberg 1954 e 1979). Per un'analisi recente delle scelte finanziarie degli anziani - in particolare, degli anziani ricchi - e del loro impatto rispetto alla validità dell'ipotesi "*life cycle*", cfr.: Miniaci-Weber 2002; Carroll 2002.

30 Molti degli interrogativi formulati mi sono stati suggeriti da Andrea Beltratti nel corso di discussioni sui problemi aperti nel settore italiano del risparmio gestito.

retail e sono – quindi – veicolati sugli stessi canali distributivi³¹. Può invece essere utile specificare un po' meglio gli spazi e i limiti di *policy* riguardo ai due obiettivi di mercato.

I pesanti deflussi, che hanno caratterizzato i fondi di investimento 'italiani' dall'inizio del Duemila e i fondi operanti nel mercato italiano dall'aprile del 2006, hanno soprattutto riguardato i canali bancari e i prodotti tradizionali. Prova ne sia che, nel 2007: le due sole tipologie di fondi di investimento con un significativo saldo positivo nel mercato italiano sono stati i fondi flessibili e i fondi *hedge*³²; il canale distributivo dei promotori finanziari ha ottenuto una raccolta dei fondi di investimento che, nel complesso, è stata ancora positiva anche se insufficiente a compensare la raccolta negativa delle GPF. Se si tiene presente che i promotori finanziari hanno un bacino di clientela con ricchezza al di sopra della media e che i fondi flessibili sono meno presenti nei portafogli finanziari di piccola e media dimensione e i fondi *hedge* – anche a causa di vincoli normativi – non vi entrano affatto, questi dati indicano che la crisi del settore italiano del risparmio gestito si è anche accompagnata a una nuova segmentazione del mercato: la clientela di fascia bassa e media ha accresciuto la propria quota di ricchezza in prodotti del risparmio amministrato, mentre una quota maggiore dei servizi del risparmio gestito è stata destinata alla clientela di fascia più alta (cfr. anche GfK Eurisko-Prometeia 2008, pp. 91-3).

Innescandosi su una preesistente inefficiente allocazione della ricchezza finanziaria da parte delle famiglie italiane (cfr. Guiso-Jappelli 2005), una tale segmentazione rischia però di aggravare le distorsioni nelle scelte di investimento dei risparmiatori. Essa tende infatti a offrire i prodotti trasparenti e diversificati del risparmio gestito e i relativi servizi di consulenza soprattutto a quella ristretta parte di investitori che, grazie alla loro più elevata ricchezza e/o a una maggiore familiarità con i problemi finanziari, potrebbero ricorrere a consulenti individuali e costruire portafogli personalizzati efficienti; e tende invece a offrire prodotti opachi e illiquidi, nell'ambito del risparmio amministrato, soprattutto alla massa di investitori con ricchezza media e bassa e con educazione inadeguata che trarrebbero vantaggio dall'accesso ai portafogli diversificati del risparmio gestito. Si tratta, in altri termini, di una tendenza opposta rispetto a quella volta a fare sì che i prodotti del risparmio gestito, con una diversificazione e un rendimento adeguati alle esigenze della massa dei risparmiatori priva di specifiche competenze finanziarie, si affermino come una opzione di *default*.

Il caso svedese offre un rilevante esempio del positivo ruolo che il risparmio gestito può avere per le scelte di investimento della massa dei risparmiatori (cfr. Calvet et al. 2007). La larga maggioranza delle famiglie svedesi ha, infatti, portafogli finanziari ben diversificati e prossimi alla frontiera rischio-rendimento e la maggioranza di esse realizza *extraperformance* lorde positive rispetto all'indice azionario del mercato nazionale soprattutto

31 È emblematica, al riguardo, la quota delle obbligazioni sul totale delle attività finanziarie delle famiglie italiane. A metà del primo decennio del Duemila essa era pari al doppio della media europea, a più del doppio della corrispondente quota tedesca e a quindici volte quella francese e britannica (cfr. Banca d'Italia 2007, tav. 12.3; Spaventa 2007); e nel 2006 le distanze si sono accentuate (cfr. Banca d'Italia 2008, tav. 14.4).

32 Basti considerare al riguardo che, se nei primi mesi del 2005 i fondi flessibili incidono per il 2,8% del patrimonio totale investito, a marzo del 2008 la loro incidenza era salita allo 11,7%.

grazie agli investimenti nei fondi azionari e bilanciati, offerti dalle banche e diversificati a livello internazionale. Le famiglie a più elevata ricchezza selezionano portafogli ancora più efficienti ma anche più volatili e, dunque, più rischiosi. Viceversa, la piccola quota di famiglie svedesi (circa il 5%) con scarsa educazione finanziaria e con investimenti di dimensione modesta e non diversificata accusa perdite relative sui rendimenti comprese fra il 5% e il 10% della propria ricchezza finanziaria.

E' possibile ridurre il divario fra la distorta tendenza italiana e il virtuoso caso svedese mediante interventi di *policy* e semplificazioni di regolamentazione che facilitino l'affermarsi, anche in Italia, di piani di accumulo e/o di portafogli adeguatamente diversificati e di medio-lungo periodo? Questi interventi di *policy* e di regolazione andrebbero, comunque, accompagnati da innovazioni di prodotto. L'offerta delle 'fabbriche' del risparmio gestito dovrebbe includere strumenti finanziari semplici, capaci di contenere l'incidenza delle commissioni (anche grazie alla riduzione dei costi di *compliance*) e di fungere da ossatura per piani di accumulo o per portafogli diversificati e di medio-lungo periodo.

La rimozione delle asimmetrie fiscali e regolamentari e l'affermarsi di portafogli diversificati allenterebbero quel circolo vizioso che, nell'attuale configurazione del mercato finanziario italiano, coinvolge la struttura proprietaria delle Sgr e i legami fra produzione e distribuzione. Tali iniziative di *policy* creerebbero infatti un argine ai potenziali conflitti di interesse, che pesano sulle preferenze dei distributori del gruppo bancario proprietario della Sgr e che portano a privilegiare prodotti "di casa" o prodotti più opachi e poco liquidi ma, proprio per ciò, con più elevati ricavi *up front* e con minori costi di assistenza post-vendita. Come mostrano anche alcune esperienze internazionali (cfr. Beltratti 2008), una separazione fra produzione e distribuzione (in termini di assetti proprietari delle Sgr e di apertura delle loro piattaforme distributive) troppo repentina - e, nel caso italiano, non coordinata con le innovazioni regolamentari - rischierebbe tuttavia di rafforzare gli "effetti di sostituzione" fra prodotti del risparmio gestito e prodotti più opachi, accentuando così l'allontanamento dei risparmiatori *retail* meno sofisticati e a reddito meno elevato dai fondi di investimento.

Questa indicazione è rafforzata dal fatto che nessuna delle molteplici combinazioni fra forme proprietarie e forme distributive appare ottimale (cfr. Messori 2008). Per esempio: una Sgr con struttura proprietaria indipendente non ha alcun accesso privilegiato alla parte dominante delle reti distributive dei prodotti finanziari che, come si è già ricordato, è quella bancaria. Per colmare lo svantaggio distributivo rispetto a Sgr concorrenti di proprietà bancaria, tale Sgr sarebbe dunque spinta a offrire ai distributori retrocessioni molto elevate. Lo stesso accade nel caso di concorrenza fra Sgr indipendenti tese ad acquisire una posizione di vantaggio relativo nella fase di collocamento dei loro prodotti. Ne deriva che anche le piattaforme distributive 'aperte' possono indurre effetti di "rischio morale", ossia favorire il collocamento dei prodotti finanziari con le retrocessioni più elevate a prescindere dal profilo di rischio dei risparmiatori. D'altro canto, la presenza della proprietà bancaria e di un'integrazione fra produzione e distribuzione tende a creare effetti di "selezione avversa". Infatti una piattaforma distributiva 'chiusa' colloca, per definizione, i propri prodotti anche se la loro qualità è inferiore rispetto a quella di altri analoghi prodotti del risparmio gestito. E ciò vale, a maggior ragione, se la rete distributiva non

può selezionare i propri prodotti *ex ante* sul mercato ma li eredita dalla Sgr “di casa”.

Il fatto che ognuna delle combinazioni fra forme proprietarie e forme distributive, che si sono appena esaminate, o delle altre, che si potrebbero ancora esaminare, non sia esente da problemi comporta almeno due conseguenze. In primo luogo, sollecita l'introduzione in ciascuna combinazione di quegli aspetti di *governance* e di quei disegni di incentivo che sono meglio idonei a minimizzare l'impatto dei relativi problemi. In secondo luogo, raccomanda di rendere disponibile una varietà di combinazioni di modo che ciascun risparmiatore possa scegliere quella combinazione che, malgrado gli specifici limiti, meglio si adatta alle sue esigenze. Questa seconda conseguenza comporta, nel caso del settore italiano del risparmio gestito, l'esigenza di attenuare la dominanza della proprietà bancaria e delle piattaforme distributive ‘chiuse’. Ciò potrebbe avvenire anche mediante la quotazione in mercati regolamentati delle maggiori Sgr italiane, ancora troppo piccole per il mercato europeo, e mediante processi di consolidamento fra le Sgr di media dimensione, incapaci di sfruttare le economie di scopo e di scala e troppo despecializzate per operare in segmenti di nicchia. Seppure con lentezza, negli ultimi anni si sono compiuti passi in tali direzioni. La sfida per i responsabili di *policy* e per le autorità di regolamentazione consiste nel facilitare una simile evoluzione, rispettando il fatto che le scelte temporali e le specifiche modalità di attuazione rispondono alle opportunità di mercato e non possono – quindi – essere forzate per via normativa o con discontinuità immediate.

Bibliografia

- Abi (2007), *Rapporto sul settore bancario*, Roma.
- Assogestioni (1997), "Standard di presentazione delle *performance*. Manuale AIMR", *Quaderni di documentazione e ricerca*, n. 17.
- Banca d'Italia (1998), *Relazione annuale sul 1997*, Roma.
- Banca d'Italia (2000), *Relazione annuale sul 1999*, Roma.
- Banca d'Italia (2007), *Relazione annuale sul 2006*, Roma.
- Banca d'Italia (2008), *Relazione annuale sul 2007*, Roma.
- Barucci, E. (2007), "Raccolta e performance dei fondi comuni di investimento in Italia", *Assogestioni Working Paper*, 2007/1, www.assogestioni.it.
- Beltratti, A. (2008), "Gestione finanziaria e consulenza: mercato e integrazione verticale", *Assogestioni Working Paper*, 2008/3, www.assogestioni.it.
- Boeri, T., Bovenberg, L., Coeuré, B., Roberts, A. (2006), *Dealing with the new giants: Rethinking the role of pension funds*, Icmf and Cepr, Geneva.
- Boeri, T., Zingales L. (2007), "Presentazione", *Indagine Eurisko per Anima FinLab*, Milano, mimeo.
- Bollen, N.P., Busse, J.A. (2001), "On the timing ability of mutual fund managers", *Journal of Finance*, vol. 56, pp.1075-94.
- Calvet, L.E., Campbell, J.Y., Sodini, P. (2007), "Down or out: Assessing the welfare costs of household investment mistakes", *Journal of Political Economy*, vol. 115, pp. 707-47.
- Carroll, C.D. (2002), "Portfolios of the rich", in *Household portfolios*, a cura di L. Guiso, M. Haliassos, T. Jappelli, Cambridge Ma.: Mit Press.
- Casarin, R., Pelizzon, L., Piva, A. (2003), "Italian equity funds: Efficiency and performance persistence", *GRETA Working Paper*, 6, Paris.
- Cesari, R, Panetta, F. (1998), "Style fees and performance of Italian equity funds", *Temi di discussione*, Banca d'Italia, n. 325.
- Cesari, R., Panetta, F. (2002), "The performance of Italian equity funds", *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, pp. 99-126.
- Christoffersen, S., Musto, D. (2002), "Demand curves and the pricing of money management", *Review of Financial Studies*, vol. 15, pp. 1499-524.
- Consob (2007), "Prime linee di indirizzo in tema di inducements", in *Nuovo regolamento intermediari. Esito delle consultazioni*, www.consob.it.
- Covip (2008), *Relazione per l'anno 2007*, Roma.
- CRA International (2006), *Potential cost savings in a fully integrated European investment fund market*, European Commission, Brussels.
- De Cecco, M. (1998), *L'oro di Europa. Monete, economia e politica nei nuovi scenari mondiali*, Roma: Donzelli.
- De Rossi, F.M., Gariboldi, D., Leggieri, G., Russo, A. (2008), *Il marketing dei fondi comuni italiani*, Quaderni di Finanza Consob, n. 61, Roma.
- Diamond, D. (1984), "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economic Studies*, vol. 51, pp. 393-414.

- Diamond, D., Dybvig, P. (1983), "Bank runs, deposit insurance and liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, pp. 401-19.
- Doninelli, N. (2007), "Verso lidi migliori?", in Spaventa (2007), parte IV.
- Draghi, M. (2007a), "Considerazioni finali", in Banca d'Italia (2007)
- Draghi, M. (2007b), *Intervento del governatore della Banca d'Italia*, Giornata mondiale del risparmio del 2007, Acri, Roma.
- Draghi, M. (2008), *Intervento del governatore della Banca d'Italia*, Aiaf-Assiom-Atic Forex, Bari.
- Efama (2007), *Fact book 2007*, Bruxelles.
- Efama (2008a), *Trends in the European investment fund industry for Q4 2007 and results for 2007*; Bruxelles.
- Efama (2008b), *Annual asset management report: Facts and figures*, Bruxelles.
- Ferson, W., Schadt, R. (1996), "Measuring fund strategy and performance in changing economic conditions", *Journal of Finance*, vol. 51, pp. 425-61.
- GfK Eurisko - Prometeia (2008), *Osservatorio sui risparmi delle famiglie*, Milano - Bologna.
- Grandmont, J.-M., Laroque, G., Younès, Y. (1978), "Equilibrium with quantity rationing and recontracting", *Journal of Economic Theory*, vol. 19, pp. 84-102.
- Graziani, A. (1998), *Lo sviluppo dell'economia italiana*, Bologna: il Mulino.
- Grossman, S.J., Hart, O.D. (1983), "An analysis of principal-agent problem", *Econometrica*, vol. 51, pp. 7-45.
- Guiso, L., Jappelli, T. (2005), "Awareness and stock market participation", *CSF Working paper*, n. 29, Frankfurt.
- Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L. (2007), "Trusting the stock market", *mimeo*.
- Hart, O.D., Holmstrom, B. (1987), "The theory of contracts", in *Advances in economic theory. Fifth world congress*, edited by T. Berwley, Cambridge: Cambridge University Press.
- Henriksson, R.D., Merton, R.C. (1981), "On market timing and investment performance 2. Statistical procedures for evaluating forecasting skills", *Journal of Business*, vol. 54, pp. 513-33.
- Jensen, M.C. (1969), "Risk, the pricing of capital assets and the evaluation of investment portfolio", *Journal of Business*, vol. 42, pp. 167-247.
- Jensen, M.C. (ed.) (1972), *Studies in the theory of capital markets*, New York: Praeger.
- Khorana, A.H., Servaes, H., Tufano, P. (2008), "Mutual fund fees around the world", *Review of Financial Studies*, www.oxfordjournals.com.
- Laffont, J.J., Martimort, D. (1998), "Collusion and delegation", *Rand Journal of Economics*, vol. 29, pp.280-305.
- Mas-Colell, A., Whinston, M.D., Green, J.R. (1995), *Microeconomic Theory*, Oxford: Oxford University Press.
- Mediobanca (2007), *Dati di 1200 fondi e sicav italiani (1984-2006)*, Milano.

Messori, M. (2007), "I problemi aperti nella previdenza complementare italiana", *Quaderni europei sul nuovo welfare*, n. 7, pp. 21-38.

Messori, M. (2008), "Strutture proprietarie, piattaforme distributive e governance delle Sgr", *Assogestioni Working Paper*, 2008/1, www.assogestioni.it.

Miniaci, R., Weber, G. (2002), "Econometric issues in the estimation of household portfolio models", in *Household portfolios*, a cura di L. Guiso, M. Halliassos, T. Jappelli, Cambridge Ma.: Mit Press.

Modigliani, F., Brumberg, R. (1954), "Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data", in *Post-Keynesian economics*, a cura di K.Kurihara, New Brunswick: Rutgers University Press.

Modigliani, F., Brumberg, R. (1979), "Utility analysis and the consumption function: An attempt at integration", in *The collected papers of Franco Modigliani*, a cura di A. Abel, vol. 2, Cambridge Ma.: Mit Press.

Otten, R., Bams, D. (2002), "European mutual fund performance", *European Financial management*, vol. 8, pp.75-101.

Petrella, G. (2006), "La performance dei fondi comuni italiani", in *I fondi comuni di investimento in Italia*, a cura di P. Gualtieri, Bologna: il Mulino.

Spaventa, L. (2007), *Dov'è andato il risparmio 'fuggito' dai fondi?*, www.assogestioni.it.

Stiglitz, J.E. (1984), "Price rigidities and market structure", *American Economic Review*, vol. 74, pp. 350-5.

Tirole, J. (1986), "Hierarchies and bureaucracies: On the role of collusion in organizations", *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 2, pp. 181-214.

Treynor, J.L., Mazuy, K. (1966), "Can mutual funds outguess the market?", *Harvard Business Review*, vol. 44, pp. 131-36.