

— MEDIOBANCA RISPONDE —

«Cara Assogestioni, sui fondi contano le cifre»

di Fulvio Coltorti *

L'articolo di Guido Cammarano sul Sole-24 Ore del 7 luglio scorso solleva alcune questioni che è bene chiarire, soprattutto nella speranza di rasserenare il clima delle future edizioni dell'indagine di Mediobanca sui fondi; indagine che, come di consueto, presenta dati privi di commento. Ci rendiamo conto che aver fatto emergere un livello elevato di oneri di gestione può aver favorito una vis polemica inusuale, ma questa è la realtà dei numeri rispetto alla quale non possiamo che essere neutrali.

Quanto alle osservazioni, circa il migliore metodo da suggerire a un risparmiatore che desideri acquistare un fondo si concorda ovviamente sul criterio di valutare la dinamica dell'indice di performance basato sulla variazione del valore della quota, purché questo sia corretto da un indicatore di rischio (ad esempio l'indice di Sharpe o altri che potranno essere proposti). Ma l'obiettivo

dell'indagine dell'Ufficio Studi non è quello di "ricalcolare" un tipo di informazione che viene già data con neutralità da altri (ad esempio dalla Banca d'Italia), correttamente e con tempestività. Obiettivo dell'indagine, oltre quello di mettere a disposizione del pubblico una documentazione il cui reperimento richiede spesso qualche laboriosità, è di produrre un insieme di informazioni utili per valutare la dinamica "aggregata" dei fondi. Non a caso, pur riportando anche i dati per singolo fondo, nell'opera pubblicata gli indicatori vengono calcolati solo sull'aggregato. Ha senso farlo? Con tutti i caveat del caso, si ritiene di sì, altrimenti dovremmo concludere che non ha alcun senso valutare altre grandezze aggregate che, a torto o a ragione, sono alla base del nostro operare quotidiano: basti citare il Pil che, quanto ad eterogeneità, rappresenta il massimo grado di miscuglio che si possa immaginare.

Le nostre periodiche analisi dei bilanci delle imprese sono anch'esse basate su valori aggregati e proprio per questo sono riconosciute da larga parte degli ambienti economici, scientifici e di governo un utile strumento di valutazione a livello macro. Perché i fondi sono tenuti a pubblica-

re affinata quando saranno resi disponibili (su supporto adeguato, vista la scala dimensionale raggiunta da questa industria) dati più puntuali, quali ad esempio le serie mensili della raccolta, del patrimonio, del risultato e degli oneri. Nessun altro produce aggregati? Una risposta negativa

per il rendimento, essa riprende il comunissimo Roe che viene calcolato per tutte le imprese come rapporto tra risultato netto e patrimonio (e come tale viene presentato nell'opera dell'Ufficio Studi); anche il Roe a livello di impresa rappresenta una media di profitti realizzati su una

pluralità di segmenti di business non necessariamente omogenei. Perché questo indicatore di rendimento si discosta dagli indici di performance basati sulla variazione del valore della quota? È da ritenere che il motivo principale sia da ricercare nel diverso significato dei due dati: gli indicatori di performance calcolano la variazione della quota tra due date puntuali (ad esempio inizio e fine esercizio); essi, come detto, sono utili per concorrere alla selezione di un possibile investimento, ma non riflettono il rendimento realizzato dal fondo per l'insieme degli investitori

che hanno conferito il patrimonio nel corso dell'esercizio; il risultato in rapporto al patrimonio medio dà invece conto del frutto ottenuto dal volume di risparmio che il fondo ha avuto mediamente a disposizione nel corso dei 12 mesi (non solo ad inizio anno). I risultati di Mediobanca sono lontani dalla realtà? Quale sia la realtà è difficile dire. Il profilo degli indici Mediobanca sembra in verità ricalcare quello degli indici Banca d'Italia (vedi grafico), tenuto conto della diversa metodologia. Ma sia consentito citare il passo con cui la stessa Assogestioni apre il Capitolo 8 della sua Guida a dati e statistiche, edizione 1999: «Non esiste a livello europeo una definizione univoca della metodologia di calcolo delle performance dei fondi d'investimento».

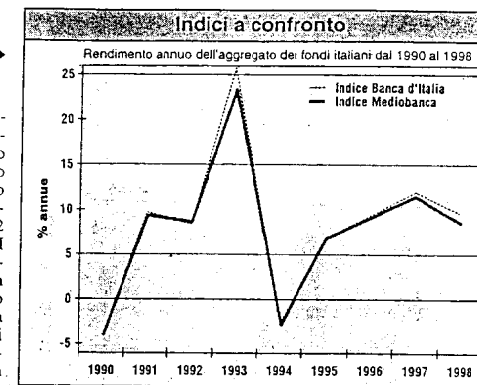
Sicuramente, il rendimento calcolato a livello macro sul risultato netto complessivo rappresenta una media di impieghi a diverso grado di rischio, ma, a ben vedere, anche il rendimento del singolo fondo lo è: nessun

Via Filodrammatici: «È importante analizzare il settore anche con i dati aggregati»

re i loro bilanci ci pare non inutile dedicare qualche attenzione alla loro analisi. Con ciò, riteniamo di produrre indicazioni neutrali, utili alla comunità economica e finanziaria, segnalando ad esempio l'impatto della recente riforma fiscale e il livello degli oneri di gestione (una maggiore attenzione a quest'ultimo aspetto ci era stata sollecitata lo scorso anno proprio dall'Assogestioni). Sicuramente l'analisi potrà esse-

non significherebbe granché, visto che gli aggregati costituiscono strumenti consueti di analisi; ma si può citare come esempio l'Investment Company Institute (equivalente di Assogestioni per il mercato americano che da solo rappresenta quasi i due terzi dell'industria a livello mondiale) che, da regolarmente conto nel suo Annual Report anche del risultato netto aggregato.

Quanto alla metodologia usata



fondo investe in un unico strumento finanziario e la categoria a cui appartiene è spesso un'indicazione molto sommaria di politiche di gestione che possono condurre a impieghi con rischiosità assai variabile e differenziata. Infine, non v'è dubbio che la chiave del successo dei fondi stia nella diversificazione rispetto ai titoli di Stato, ma ciò da un lato conferma l'utilità di non dimenticare il rendimento da cui si fugge con tanta fretta (quello

dei Bot, appunto, a rischio zero), dall'altro lascia prevedere che in futuro i fondi italiani ridurranno progressivamente la quota (ancora rilevante) dei loro stessi impieghi in titoli di Stato per dedicarsi in misura crescente alle azioni. Questo confronto potrà indicare la misura della loro capacità di creare valore per i risparmiatori italiani e di essere quindi competitivi in uno scenario non più domestico.

* Responsabile Ufficio Studi Mediobanca