

## **Recensione**<sup>1</sup>

ASSOGESTIONI, I problemi del risparmio gestito in Italia

- A) *Problemi aperti nel settore italiano del risparmio gestito*; autori Marcello Messori e Alessandro Rota, Milano 17 luglio 2008 (presentazione);
- B) *I problemi del settore italiano del risparmio gestito*; autore Marcello Messori (Presidente in carica di Assogestioni), Assogestioni *working paper* n. 4 2008, Luglio 2008.

Si tratta di due lavori rilasciati dall'Associazione italiana del risparmio gestito il 17 luglio 2008, nel corso di una conferenza stampa organizzata "per presentare una analisi che si pone l'obiettivo di esaminare le possibili cause di crisi del risparmio gestito in Italia e di delineare le possibili soluzioni di policy". La presentazione contrassegnata come A ha un taglio divulgativo destinato ai giornalisti convocati nell'occasione. Essa ha anticipato di un giorno la diffusione da parte di Banca d'Italia del rapporto del gruppo di lavoro su "Fondi comuni italiani: situazione attuale e possibili linee di intervento" e dedica la pag. 5 a contestare i metodi dell' "analisi di Mediobanca", alludendo alla pubblicazione dell'Ufficio Studi sui *Dati di 1205 Fondi e SICAV italiani (1984-2007)*, allora di imminente divulgazione. Circa l'inconsistenza di tali contestazioni rimandiamo alla nota *Fondi italiani: problemi e vizi 2008*, già pubblicata in questo stesso sito, e all'allegato in calce a questa recensione. Il resto della presentazione A tende a sintetizzare alcuni aspetti del contenuto del *working paper* contrassegnato come B (d'ora in avanti "wp Assogestioni").

Questa recensione si propone di essere costruttiva, riflettendo sulla dinamica passata, sullo stato attuale e sulle prospettive di un comparto dell'economia di cui molti stanno chiedendo una revisione profonda di assetti e *governance*. L'obiettivo di apportare al sistema del risparmio gestito le correzioni necessarie al suo rilancio accomuna, a nostro parere, le recenti posizioni assunte da Assogestioni alle indagini dell'Ufficio Studi Mediobanca.

---

<sup>1</sup> Una versione precedente di questa nota è stata condivisa con 10 *referee* costituiti da economisti italiani di altissimo profilo. Si è tenuto conto di tutte le osservazioni (e delle "raccomandazioni"), ma – come d'uso – essi vanno tenuti esenti da ogni responsabilità sulla versione finale dello scritto.

## *Deflussi e performance*

Il wp Assogestioni si sviluppa attraverso la descrizione dei massicci deflussi di risparmio dai fondi (Cap. 2), cui seguono l'analisi delle "basse performance dei fondi di investimento" (Cap. 3), la valutazione delle scelte di portafoglio e dei costi di distribuzione (Cap. 4), la descrizione di norme, regole e assetti di mercato (Cap. 5), chiudendo con i desiderabili interventi di *policy* (Cap. 6).

Il deflusso di risparmio viene rilevato per i fondi comuni aperti sin dal 2000 (con una breve pausa nel 2003); da tale data i riscatti superano le nuove sottoscrizioni ed il saldo assume valori preoccupanti a partire dal 2004<sup>2</sup>. L'Associazione tenta di individuare le possibili destinazioni del risparmio prelevato dai fondi e ritiene di averle trovate da un lato nelle obbligazioni strutturate e nelle polizze vita, dall'altro nei titoli del debito pubblico di breve termine<sup>3</sup>. Si punta quindi alle politiche commerciali delle banche cui fanno capo le reti distributive (con effetti di anticipazione di ricavi futuri – e quindi di abbellimento dei bilanci – nel caso vengano vendute ai risparmiatori obbligazioni sulle quali si profitta di commissioni addebitate *una tantum* al momento della vendita<sup>4</sup>) ed alla disaffezione di clienti delusi<sup>5</sup>.

---

<sup>2</sup> Per i fondi censiti dall'Ufficio Studi di Mediobanca (oltre il 90% del sistema) si veda *Dati di 1205 Fondi e SICAV italiani (1984-2007)*, Tab. I a pag. 2 ed inoltre la nostra *Presentazione* scaricabile da questo sito [www.mbres.it](http://www.mbres.it), pp. 3-5. Le ultime statistiche pubblicate da Assogestioni mettono in evidenza nei primi 10 mesi del corrente anno un volume di riscatti netti pari a 70 miliardi di euro che salgono a 120 miliardi includendo i fondi di diritto estero.

<sup>3</sup> Cita al riguardo due lavori, rispettivamente, di L. Spaventa (*Il risparmio delle famiglie in fuga dai fondi comuni di investimento*; Assogestioni, *working paper* n. 2/2008) e di E. Barucci (*Raccolta e performance dei fondi comuni di investimento in Italia*; Assogestioni, *working paper* n. 1/2007).

<sup>4</sup> Spaventa, cit., il quale ricorda che "vi sono periodi in cui l'immediatezza dei ricavi è utile per le trimestrali" (p. 28) ed inoltre "si ha sovente l'impressione che le banche considerino le SGR come mucche da mungere per rimpinguare ricavi nel breve periodo, indipendentemente dalle vicende delle masse gestite" (p. 19).

<sup>5</sup> Barucci, cit.: "le ragioni del fenomeno vanno ricercate altrove: cambiamento delle preferenze degli investitori, cattiva performance dei fondi comuni, reazione perversa tra costo dei fondi e loro performance, percezione da parte del risparmiatore dei fondi come strumento rischioso/opaco" (p. 31).

L'analisi delle basse *performance* dei fondi si apre con una discussione sui risultati dell'analisi Mediobanca, puntando in modo particolare su presunti "vizi" metodologici (qui rimandiamo, come già detto, ad altra nostra nota e all'allegato in calce a questo scritto). Ma non viene contestato il risultato di tale analisi che collima con quello di altri autori pure citati nel capitolo. Il wp Assogestioni richiama, tra gli altri, anche il saggio di Otten e Bams del 2002 (per il quale si rimanda alla recensione pubblicata in questo stesso sito) e il lavoro di Casarin, Pelizzon e Piva<sup>6</sup>, i quali ponendosi alla ricerca di "abilità superiori" dei gestori nel periodo marzo 1988-agosto 1999, concludono che in generale i gestori dei fondi non le posseggono né riguardo allo *stock picking*, né riguardo al *market timing* (pp. 19-20). Essi mettono anche in risalto l'inefficienza del mercato italiano che non porta alla selezione degli operatori in base alla loro capacità (ad es. attraverso il *buy 'winners' and sell 'losers'*). Un'evidenza simile viene riscontrata da R. Cesari e F. Panetta i quali esaminano il periodo 1985-1995 di un insieme di 85 fondi azionari. Essi trovano tuttavia che la *performance* di questi fondi, aggiustata per il rischio, non è significativamente diversa da zero (collima quindi sostanzialmente con le attese) quando si guarda ai rendimenti netti che costituiscono l'indiscutibile parametro per gli investitori<sup>7</sup>. Il che equivale peraltro ad ammettere che la gestione "attiva" non aggiunge nulla alla pura replica del *benchmark*.

Quanto riportato da Assogestioni al Cap. 3 è condivisibile ove si tralasci il fatto che l'Associazione tende a separare in qualche modo le "responsabilità" dei gestori da quelle dei loro azionisti (banche e assicurazioni) e da quelle degli stessi risparmiatori. Questa separazione dei "peccati" può avere un senso per la politica specifica dell'Associazione, ma non rileva ovviamente per gli investitori i quali in ogni caso affrontano un mercato nel quale sono presenti gestori e distributori, tutti vigilati da Banca d'Italia e Consob, dal cui comportamento complessivo dipendono i loro rendimenti. La sintesi è dunque quella che lo stesso wp Assogestioni propone all'inizio del Cap. 4: "specie nell'ultimo decennio, l'insieme dei fondi di investimento operanti in Italia e –

---

<sup>6</sup> *Performance and Performance Persistence of Italian Equity Funds*; GRETA working paper 6, Paris; September 2000.

<sup>7</sup> *The performance of Italian equity funds*; Journal of Banking & Finance, 26-2002. I risultati non sono tuttavia statisticamente significativi. Assumendo i rendimenti al lordo degli oneri di gestione (per meglio valutare i comportamenti dei gestori), gli autori trovano invece una *performance* positiva, statisticamente significativa, precisando tuttavia che i gestori non anticipano con successo i movimenti del mercato né per le obbligazioni né per le azioni (p. 119).

in particolare – i fondi ‘italiani’ e quelli *roundtrip*<sup>8</sup> hanno realizzato insoddisfacenti *performance* nette” (p. 13).

### *Comportamenti dei risparmiatori e costi di gestione*

Venendo all’allocazione temporale degli investimenti (Cap. 4), il *paper* sottolinea le decisioni inefficienti dei risparmiatori: “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” (p. 16). A chi vanno imputati questi “comportamenti irrazionali”? Fa piacere leggere la risposta: “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” (p. 18). Ciò sposta dunque l’attenzione sulle politiche di vendita (distribuzione) e su inadeguate innovazioni di prodotto (produzione) e quindi sulle responsabilità congiunte di gestori e distributori. Lo stesso Spaventa (cit., p. 20) cita tra le politiche di offerta la “creazione di fondi specializzati in comparti e in paesi divenuti *fashionable*, offerti come occasioni ai risparmiatori, i quali in realtà venivano indotti a una sconsigliabile concentrazione di rischi idiosincratichi di comparto o di paese: *né beta, né alfa*”<sup>9</sup>.

Il Cap. 4 tratta inoltre dei costi dei fondi ed ammette che sono “leggermente” superiori alla media europea (p. 20). Sui costi dei fondi rimandiamo alle recensioni pubblicate in questo stesso sito ed alla citata *Presentazione* del nostro rapporto 2008 ([www.mbres.it](http://www.mbres.it), pp. 8-9). Ricordiamo in proposito che l’Associazione di settore ha mutato parere compiendo una *pirouette* di 180 gradi. Infatti, nel giugno 2001 dichiarava pubblicamente che i fondi italiani erano i meno cari in Europa dopo quelli spagnoli (*Il Sole24Ore* 27 giugno 2001, p. 34) e tale affermazione trovava fondamento in un’ “indagine di eccellenza” commissionata alla McKinsey, presentata dalla stessa al primo

---

<sup>8</sup> Si tratta di fondi esteroinvestiti (soprattutto lussemburghesi e irlandesi), ma promossi da gestori italiani.

<sup>9</sup> Un *referee* ci fa correttamente notare che la moltiplicazione del numero e della tipologia dei fondi ha reso sempre più difficile la loro comprensione, ha concentrato i rischi in settori e Paesi specifici, contraddicendo la stessa funzione dei fondi.

“Forum Assogestioni sul risparmio gestito” tenuto presso l’Università Bocconi il 28 giugno. Il resoconto dell’ateneo milanese così recitava: “I fondi comuni in Italia [...] costano più che negli altri paesi d’Europa? No, secondo le conclusioni della ricerca McKinsey [...] Anzi, l’Italia è, dopo la Spagna, il paese meno caro [...] I costi collegati alla distribuzione sono poi inferiori rispetto a quelli di Francia, Gran Bretagna e Germania”. Restando su tale storico Forum vale la pena di ricordare che un’altra ricerca (anch’essa considerata “indagine di eccellenza”) presentata da Eurisko dimostrava “l’elevata maturità raggiunta dai risparmiatori che, nella grande maggioranza, valutano gli investimenti su archi temporali lunghi e riconoscono l’importanza del servizio reso dall’«elemento umano» nella consulenza” (*fonte*: resoconto steso dall’Università Bocconi). Dunque, nel 2001, quando la raccolta era già divenuta negativa, l’Associazione accreditava visioni opposte a quelle che divulga oggi. Per inciso, nella presentazione A, a p. 15, e nel wp B a p. 21, si propone una tabella con dati di fonte “CRA International for the European Commission, Fitzrovia” che segnala come più costosi i fondi azionari italiani dopo quelli spagnoli, mentre i fondi azionari britannici passano dalla valutazione pessimistica di McKinsey ad essere ora tra i meno cari. Come già accennato e contrariamente alle valutazioni del 2001, oggi sono considerati esosi i costi di distribuzione e poco maturo il risparmiatore che sbaglia ingressi e uscite dai fondi.

### *Norme, regole, assetti*

Passando a norme, regole ed assetti di mercato (p. 21 e ss.) il wp Assogestioni punta fortemente sul “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” (p. 22). Segnala inoltre la principale asimmetria normativa che riguarda la fiscalità (i fondi sono tassati sul maturato, anziché sul realizzato); si tratta di un’asimmetria di tutta evidenza, anche se i molti esperti riuniti dall’Associazione sembrano concordi nel ritenerla secondaria rispetto ai veri problemi dei fondi. Questa punta inoltre sul fatto che i fondi sarebbero trasparenti per il semplice motivo che pubblicano giornalmente i valori delle quote, mentre gli altri prodotti sarebbero opachi. Fermo restando che la sollecitazione di una maggiore trasparenza negli “altri” prodotti venduti ai risparmiatori è più che condivisibile, e che la disponibilità di valori di mercato è parte essenziale della trasparenza, non si vedono le ragioni che

spingono a giudicare massimamente trasparenti gli stessi fondi. Basti osservare che mancano informazioni fondamentali come la lista completa degli investimenti effettuati ed i relativi movimenti in acquisto e vendita ed inoltre manca ogni informazione sulla natura degli investitori nei singoli fondi<sup>10</sup>. La presenza di banche e assicurazioni, specie quelle azioniste della società di gestione, non viene segnalata, sicché – solo per fare un esempio – non è possibile interpretare correttamente l’origine di riscatti e sottoscrizioni. Anche questi rappresentano potenziali “conflitti di interesse”, in aggiunta a quelli citati nel wp Assogestioni alle pp. 25-26 che riguardano il collocamento congiunto di fondi e altri prodotti bancari da parte delle reti distributive.

Conclusione: “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 [...] sono ovviamente interessati ai rendimenti netti – e non a quelli lordi – [...]; si è [quindi] 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” (p. 27).

Se l’Associazione avesse valutato con minori pregiudizi l’indagine dell’Ufficio Studi Mediobanca avrebbe forse compreso questi problemi con qualche anticipo.

---

<sup>10</sup> I prospetti informativi e i rendiconti, tra l’altro, illustrano le politiche di investimento, riportano il movimento del numero delle quote ed espongono un elenco analitico dei primi 50 strumenti finanziari detenuti (la situazione è alla data del rendiconto, senza dettaglio di movimentazioni per strumento).

ALLEGATO  
L'INDICATORE DI RENDIMENTO

Entrambi i documenti di Assogestioni insistono su presunti “vizi metodologici” dell’indagine dell’Ufficio Studi Mediobanca. Facciamo quindi seguire alcuni chiarimenti.

Il rendimento di un’attività finanziaria si calcola facendo il rapporto tra il reddito guadagnato in un determinato periodo ed il capitale versato all’inizio dello stesso.

Quando il calcolo riguarda un portafoglio costituito dagli attivi netti di un fondo comune, il riferimento è costituito da un capitale, rappresentato dal patrimonio iniziale del fondo, e da un montante alla fine del periodo (es. l’anno) che tiene conto delle vicissitudini di mercato e delle azioni condotte dal gestore, nonché dalle quote di capitale conferite o ritirate dai risparmiatori nel corso dell’anno. Per semplicità, il risultato della gestione “complessiva” di questo portafoglio è dunque immaginabile come un coacervo di risultati conseguiti sui singoli ammontari di capitale che il gestore ha avuto via via a disposizione.

Occorre porsi un obiettivo di valutazione. Obiettivi diversi comportano l’uso di indicatori diversi. Un primo obiettivo può essere l’apprezzamento del rendimento ottenuto da un singolo investitore che ha tenuto una quota di capitale dal primo all’ultimo giorno dell’anno, oppure per un limitato periodo di tempo nei 12 mesi considerati. In questo caso il risparmiatore potrà ottenere il suo rendimento rapportando il valore di ciò che ha al termine del periodo rispetto a quanto aveva all’inizio oppure, il che è lo stesso, rapportando il valore unitario delle quote nelle due date, procedendo se del caso agli opportuni aggiustamenti per ottenere la base annua. In altre parole, operando correttamente, il rendimento calcolato sui valori assoluti dà lo stesso risultato di quello calcolato sul valore di una singola quota.

Un secondo obiettivo può essere quello di valutare comparativamente le *performance* realizzate dai singoli gestori tra di loro e rispetto ad indicatori *benchmark*. Qui entrano in gioco sia i rendimenti sia le dosi di rischio che li hanno generati; sicché gli indicatori scelti a tale scopo debbono tenerne conto.

Infine, ci si può proporre di valutare le dinamiche dell'industria dei fondi nel suo complesso, mettendo in evidenza i suoi conti aggregati e la sua profittabilità, che si traduce in rendimenti trasferiti all'economia nazionale<sup>11</sup>, qui rappresentata dagli investitori. Questi rendimenti vanno valutati in un'ottica di sistema con lo scopo di misurare la quantità di ricchezza creata o distrutta.

Quando si desidera valutare i risultati a livello di sistema è evidente che occorre considerare i rendimenti aggregati relativi a tutte le risorse che la comunità ha affidato in gestione; qui contano i singoli rendimenti percentuali, ma anche (e specialmente) i volumi di capitale a cui sono riferiti. L'ottica è quella cosiddetta *money-weighted*. Quando si desidera valutare singoli gestori molti ritengono che vada escluso l'effetto degli afflussi e deflussi per sottoscrizioni e riscatti intervenuti in corso d'anno, preferendo un'ottica cosiddetta *time-weighted*. Ciò equivale a supporre, da un lato, che il comportamento del gestore non influenzi sottoscrizioni e riscatti, dall'altro, che lo stesso gestore non venga influenzato dagli stessi movimenti. È evidente che in nessun caso debbano essere perduti di vista i volumi di capitale che entrano in gioco; un gestore potrebbe infatti manipolare il rendimento in una fase iniziale (ad esempio, esponendosi su investimenti molto rischiosi) allo scopo di presentare una *performance* che valga ad attirare nuova raccolta sulla quale magari realizza in seguito perdite cospicue<sup>12</sup>. D'altro canto, argomentare che le movimentazioni dipendano dalla *performance* dei gestori oppure dalle politiche delle reti di vendita non fa progredire la comprensione del problema dei fondi poiché in Italia i proprietari delle società di gestione tendono a coincidere con quelli delle banche che vendono anche prodotti alternativi. E le stesse quote di proventi

---

<sup>11</sup> Ad esempio, gli impieghi in azioni fatti dai fondi italiani hanno riguardato prevalentemente titoli esteri e la notevole distruzione di ricchezza avvenuta nella prima metà degli anni 2000 ha condotto ad una uscita senza ritorno di capitali altrimenti impiegabili fruttuosamente.

<sup>12</sup> A favore di un'informativa completa sono M. De Felice e F. Moriconi, *Nota sul calcolo dei rendimenti* (in GIPS – Standard globali di presentazione delle performance degli investimenti; edizione italiana; giugno 1999; pp. 29 e ss.): "... non è possibile definire un indice come il migliore in tutti i sensi, prescindendo dalle finalità specifiche. In particolare l'indice di rendimento time-weighted (dei rendimenti giornalieri, o delle quote) è adeguato al fine di confrontare il rendimento di un fondo con il rendimento del benchmark, prescindendo dall'effetto dei volumi investiti; l'indice money-weighted lineare consente di misurare appropriatamente il rendimento di periodo, tenendo conto delle movimentazioni, nella logica del tasso interno".



“retrocesse” dalla società di gestione alla banca sua azionista finiscono per tradursi in un semplice *transfer price*, irrilevante all'esterno del sistema fondi.

Attualmente i membri dell'Associazione presentano i rendimenti dei fondi che gestiscono calcolandoli come rapporto tra valore finale e valore iniziale della quota; si tratta di una metodologia presentata come *time-weighted*, la quale – si è sinora dichiarato – non verrebbe influenzata dai flussi di cassa “esterni” (sottoscrizioni, riscatti, dividendi pagati) intervenuti nel periodo oggetto del calcolo. Cade proprio su questo punto una delle critiche del wp Assogestioni nei confronti dell'indagine Mediobanca, laddove si reclama la metodologia *time-weighted* in luogo di quella *money-weighted* che sovrapporrebbe “al calcolo del rendimento totale [nostra sottolineatura *NdR*], 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 tempo” (p. 10)<sup>13</sup>. Questa affermazione contiene un duplice errore: il primo è quello di definire rendimento “totale” del fondo ciò che rappresenta il rendimento di una parte soltanto del patrimonio avuto a disposizione nel corso dell'anno (quella degli investitori che hanno detenuto ininterrottamente le quote dall'inizio alla fine dell'anno); il secondo errore è quello di ritenere che tale “parziale” rendimento non sia influenzato da investimenti e disinvestimenti intervenuti nel corso dell'anno. Per comprendere questo aspetto dobbiamo rammentare che il gestore di un fondo comune non tiene conti “segregati” per ciascun singolo investitore, ma gestisce il patrimonio che deve curare come un tutt'uno. Orbene, il capitale conferito dagli investitori che detengono le quote ininterrottamente nei 12 mesi viene inevitabilmente a confondersi con quello portato dalle nuove sottoscrizioni al netto dei deflussi per riscatti. E' ragionevole ritenere che il rendimento degli investitori iniziali sarebbe diverso se le politiche di gestione non fossero “disturbate” dai flussi “esterni” in entrata ed in uscita. Ciò, ad esempio, a causa di problemi di dimensione del fondo, di difficoltà di allocazione degli attivi indotte dalla varia disponibilità di capitale flottante sui singoli titoli nei quali si dirige la politica degli investimenti, di diversa capacità del mercato di assorbire vendite in

---

<sup>13</sup> Alcune elaborazioni pubblicate il giorno successivo a quello di presentazione del wp Assogestioni mettono in evidenza che i rendimenti *money-weighted* dei fondi italiani sono generalmente inferiori (66% dei casi in media nel periodo 2000-2007) a quelli *time-weighted*. Si veda *Fondi comuni italiani: situazione attuale e possibili linee di intervento*, Rapporto del gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani, Banca d'Italia, luglio 2008, p. 8.

determinati periodi, e così via. Pertanto, non v'è dubbio che il valore della quota alla fine dell'anno risenta inevitabilmente "anche" delle decisioni di entrare e di uscire dal fondo prese da alcuni investitori. Del resto, è proprio per tale motivo che lo specifico *guidance statement* in ambito GIPS<sup>14</sup> richiede la metodologia *time-weighted*, ma a patto che venga aggiustata per escludere l'effetto dei flussi esterni. In dettaglio, la formula suggerita dai GIPS (cosiddetto metodo Dietz modificato)<sup>15</sup> è la seguente:

$$r_i = (EMV_i - BMV_i) / BMV_i$$

= Risultato del fondo nel sottoperiodo "i" / Patrimonio del fondo alla fine del sottoperiodo "i-1"

Dove:

i = sottoperiodo del periodo oggetto di rilevazione (mese, trimestre, anno) nel corso del quale non si verificano movimentazioni (sottoscrizioni, riscatti, dividendi pagati)

EMV = valore di mercato del portafoglio alla fine del sottoperiodo "i" (escludendo le movimentazioni intervenute alla fine di tale sottoperiodo)

BMV = valore di mercato del portafoglio all'inizio del sottoperiodo "i"

I rendimenti del periodo (mese, trimestre, anno) sono poi ottenuti dalla produttrice dei rendimenti dei sottoperiodi:

$$r_{TR} = (1+r_1) (1+r_2) \dots (1+r_n) - 1$$

\*\*\*

---

<sup>14</sup> Global Investment Performance Standards. Si tratta di standard fissati nell'ambito dei rapporti tra investitori istituzionali e gestori, volti a favorire la confrontabilità dei rendimenti pubblicati dai gestori. L'iniziativa ebbe origine dall'Association for Investment Management and Research (AIMR), ora CFA Institute. L'ultima revisione dello *statement* di cui si parla nel testo – sottoposto a pubblica condivisione nel periodo agosto/novembre 2002 e adottato a partire dal giugno 2004 – è del gennaio 2006.

<sup>15</sup> GIPS, *Current Guidance Statement on Calculation Methodology*. CFA Institute, 2008. E' questo il rendimento più adatto se l'obiettivo è quello di confrontare gestori di portafogli simili. Un singolo investitore che abbia movimentato le quote dovrebbe calcolare il rendimento secondo la stessa logica catenaria; in caso di invarianza delle quote vale invece la variazione di valore della singola quota.

Tutto ciò premesso, abbiamo l'impressione che le critiche del wp Assogestioni siano mal rivolte. Infatti, l'indagine condotta dall'Ufficio Studi Mediobanca tratta due tipi di rendimenti: i) quelli per singolo fondo ai fini del raffronto con il relativo *benchmark*, ii) quelli complessivi dell'industria (o di macrocomparti) ai fini di una valutazione complessiva "di sistema" della sua capacità di generare ricchezza per gli investitori<sup>16</sup>.

Nel primo caso (rendimento di ciascun fondo), l'Ufficio Studi Mediobanca non calcola i rendimenti, ma si limita a recepire i dati calcolati e pubblicati nei rendiconti dai singoli gestori<sup>17</sup> (v. Tab. 1 allegata). Qui i "vizi metodologici" sono stati appena indicati e vanno quindi cercati nei rendiconti degli associati<sup>18</sup>. Peraltro, va detto che i rendimenti pubblicati dai gestori sono coerenti con quelli dei *benchmark* di riferimento i quali, oltre che omogenei in termini di rischio, sono anch'essi definiti nella logica della quota.

Il secondo caso (rendimento dell'industria nel suo complesso) presuppone un esercizio complicato. E' chiaramente impossibile procedere su base giornaliera sintetizzando i rendimenti di oltre un migliaio di fondi. Quando pure si avessero a disposizione i rendimenti per singolo fondo occorrerebbe poi ponderarli sulla base dei loro patrimoni nel corso dei 12 mesi, dato che l'obiettivo che ci si pone è quello di misurare la "quantità di ricchezza" acquisita o perduta dagli investitori. Quando si hanno a disposizione i rendiconti dei singoli fondi (è il caso dell'indagine dell'Ufficio Studi Mediobanca) lo stesso risultato si ottiene in buona sostanza dal rapporto tra il valore aggregato degli utili e perdite e la media dei patrimoni in essere nelle

---

<sup>16</sup> I primi vengono pubblicati nella *Presentazione* diffusa attraverso il sito internet; i secondi occupano una pagina ed un grafico (pp. 6 e 7) delle oltre 150 pagine dell'edizione cartacea.

<sup>17</sup> I prospetti stabiliti dal provvedimento Banca d'Italia del 14 aprile 2005 richiedono "almeno" di "riportare, su base annua, il rendimento medio composto del fondo confrontandolo con il *benchmark*, ove quest'ultimo sia previsto dal regolamento di gestione del fondo, nel corso degli ultimi 3 anni". Non viene stabilita la metodologia di calcolo del rendimento che, come detto, è consistita sinora nella variazione percentuale della quota tra inizio e fine periodo.

<sup>18</sup> Non vanno ovviamente taciute le difficoltà pratiche. Gli stessi standard GIPS giudicano accettabile una certa approssimazione. "Calculating a true time-weighted rate of return [sottolineatura nostra *NdR*] is not an easy task and may be cost intensive. For these reasons firms may use an approximation method to calculate the total return of the individual portfolios for the periods and sub-periods" (CFA Institute, *Guidance statement on calculation methodology*; 2008).

varie date<sup>19</sup>. E' evidente che la media scelta (quella mensile) non risolve alla perfezione il problema della cadenza effettiva di sottoscrizioni e riscatti in corso d'anno (che a tutt'oggi nessuno conosce), ma riteniamo che la approssimi con sufficiente precisione<sup>20</sup>. Si tenga anche conto che, in un'ottica aggregata, sottoscrizioni e riscatti si compensano in parte, oltre che all'interno dello stesso fondo, nei passaggi da un fondo all'altro. Quando si debbono sintetizzare numerosi fondi una ponderazione va fatta in ogni caso ed essa non può che essere approssimata perché non si conoscono le date esatte di impiego e di riscatto e i relativi ammontari di risparmio movimentati nel corso dei 365 giorni dell'anno<sup>21</sup>. Il rendimento così calcolato va apprezzato confrontandolo con il frutto degli investimenti privi di rischio e determinando per differenza la quantità di ricchezza creata o distrutta (per gli ultimi 15 anni v. Graf. 2 allegato). In questo caso, la presenza di singoli mandati per singoli gestori

---

<sup>19</sup> Per semplicità si ricorre alla media mensile. Sino all'indagine del 2000 la media veniva calcolata come semisomma dei patrimoni ad inizio e fine anno con esclusione del risultato. Tale scelta venne aspramente criticata dall'Associazione che si basava su una nota commissionata ad un consulente nella quale si mostrava un "potenziale" tasso di errore di ben 16 punti percentuali (per sostenere questo risultato era stata fatta l'ipotesi che il sistema avesse raggiunto un rendimento del 91%, del tutto inattendibile quando si guarda al *track record* dell'industria che toccò un massimo storico del 33% nel lontano 1985). L'Ufficio Studi Mediobanca decise quindi di passare alla ponderazione mensile, operazione che spostò il rendimento medio calcolato nell'indagine del 2001 per il complesso di tutti i fondi di appena 0,1 punti (v. *Dati di 1205 Fondi e SICAV*, cit., p. 6). Vi è anche da osservare che il profilo dei rendimenti Mediobanca è del tutto coerente con quello dei rendimenti calcolati dalla Banca d'Italia e dalla Fideuram (v. Graf. 1 allegato).

<sup>20</sup> In altre parole, esistono sempre compromessi tra ciò che è possibile fare accettabilmente con i dati a disposizione e ciò che si dovrebbe fare alla perfezione con dati che non esistono.

<sup>21</sup> La Banca d'Italia calcola un indice di capitalizzazione basato su rendimenti giornalieri; questi vengono elaborati sulla base del valore giornaliero delle quote e dei dividendi. I rendimenti giornalieri dei singoli fondi vengono ponderati per il patrimonio netto del giorno precedente; quest'ultimo è calcolato come il prodotto del valore della quota in quel giorno (maggiorato di un eventuale dividendo) per il numero di quote in circolazione alla fine del mese precedente. Il fattore di capitalizzazione è la produttoria dei rendimenti giornalieri lordi. Viene pubblicato regolarmente solo il rendimento annuale ricavato dalla variazione percentuale dell'indice di capitalizzazione registrata nell'arco dei 12 mesi. Gli indici Fideuram pubblicati giornalmente su *Il Sole 24Ore* sono calcolati sulla base del valore delle singole quote, con indici elementari ponderati in base ai patrimoni rilevati alla fine di ciascun trimestre.

(cioè degli specifici contratti che legano i risparmiatori ai gestori) costituisce un puro dettaglio tecnico. Infatti, un'industria efficiente deve essere in grado di selezionare gli impieghi centrando il *timing* degli investimenti e “consigliando” opportunamente i risparmiatori avendo per obiettivo la ricchezza di questi ultimi; e ricavando da “questa” azione complessiva un legittimo profitto. Non v'è dubbio che il rendimento complessivo dell'industria dei fondi sia confrontabile con il saggio degli impieghi *risk-free*: il primo deriva sì da un complesso di operazioni con tassi di rischio differenti, ma tali azioni debbono evidentemente condurre ad un risultato finale che nel medio periodo lasci comunque il risparmiatore con risorse superiori a quelle ottenibili nell'ipotesi *risk-free*.

Queste considerazioni spiegano perché il wp Assogestioni si dilunga assai nel descrivere quelli che a suo dire sono “vizi” della metodologia Mediobanca (pp. 10-12), ma si guarda bene dal produrre una serie di rendimenti alternativi liberi da quei “vizi”; viene messa in dubbio persino la validità degli indici calcolati sin dagli anni '80 dalla Fideuram e cioè da un suo associato<sup>22</sup>. Per la verità, seguendo la stessa logica, dovrebbe essere criticato anche uno dei suoi due vigilanti, la Banca d'Italia, che produce regolarmente nella sua relazione annuale un indicatore medio ponderato per l'intera industria.

\*\*\*

Ci è stato chiesto di stimare il tasso di errore della nostra metodologia di calcolo del rendimento sintetico del sistema fondi. Non essendo disponibile il profilo temporale esatto della raccolta netta, il computo presenta qualche complicazione. E' però possibile valutare il risultato della nostra metodologia nel caso di un ipotetico investimento a reddito costante “dato” (es. un deposito con versamenti annui remunerato ad un tasso fisso x%). In questo caso, il “possibile” errore è rappresentato dallo scostamento tra il risultato del nostro metodo di calcolo e quel reddito “dato”. Questo scostamento varia in funzione del livello del tasso di rendimento e della proporzione dei nuovi versamenti

---

<sup>22</sup> “Pur essendo basati sulla corretta opzione [sottolineatura nostra *NdR*] 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 considerato” (p. 11). Come detto nel testo, la “corretta opzione” richiederebbe aggiustamenti che i gestori attualmente non effettuano.

(per i fondi, la nuova raccolta netta) rispetto al capitale (o patrimonio) accumulato sino alla fine dell'anno precedente. Abbiamo proceduto a tre insiemi di test con i seguenti risultati:

- quando la raccolta netta varia uniformemente nell'arco dei 12 mesi, indipendentemente dal livello del tasso di rendimento "dato", il "nostro" rendimento torna praticamente identico a quello effettivo se esposto (come avviene nelle nostre pubblicazioni) con un solo decimale;
- nei pochi casi in cui si sono verificate condizioni "estreme" (ad esempio, volumi di raccolta netta pari ad oltre l'80% del patrimonio netto iniziale e rendimenti netti eccezionalmente elevati), simulando dinamiche di raccolta mensile con oscillazioni immaginarie pure elevate, la nostra metodologia produce scostamenti di qualche significato rispetto al rendimento effettivo, ma sempre nell'ordine di alcuni decimi di punto (ciò significa che il rendimento da noi esposto con un decimale potrebbe discostarsi da quello effettivo solo per questioni di arrotondamento);
- riproducendo per l'insieme di tutti i fondi le condizioni realmente verificatesi negli ultimi 15 anni (1993-2007) circa il rapporto tra raccolta netta annuale e patrimoni netti iniziali e la distribuzione di tale raccolta nei 12 mesi di ciascun anno, il "possibile" errore è risultato pari mediamente a 0,07 punti di percentuale (quindi irrisorio e praticamente "invisibile" nelle nostre esposizioni) con 12 casi inferiori a 0,10 punti e sei casi di scostamenti nulli entro i due decimali.

Uno dei nostri *referee* ha complicato il quadro elaborando un modello per raffrontare i tre tipi di rendimento TWR, MWR e USM (Ufficio Studi Mediobanca); il primo è stato considerato secondo la corretta metodologia di calcolo (che come visto differisce da quella usata dai gestori italiani), ipotizzando tre flussi interperiodali in ogni mese con dinamica *random*. I risultati dei rendimenti su 1000 simulazioni hanno messo in evidenza che la correlazione tra le tre misure nonché l'entità dello *spread* assoluto tra coppie di indicatori dipende sia dall'entità dei flussi interperiodali (in particolare dall'incidenza dei flussi che in entità assoluta eccedono il 10% del valore del patrimonio iniziale del periodo), sia dalla volatilità dei rendimenti.

Ipotizzando scenari *random*, ma prossimi a quelli realmente verificatisi nel periodo 1993-2007 in termini di flussi di raccolta netta e di *range* di rendimenti, senza consentire valori rilevanti (cioè atipici), su 50 simulazioni si nota una correlazione superiore al 99% tra i rendimenti *true*-TWR, MWR e USM. Ciò significa che tutti colgono la tendenza dei rendimenti allo stesso

modo. Il divario tra rendimento MWR e rendimento USM è sempre inferiore all'1% con media e mediana su 20 anni pari a 0,05%. Quello rispetto al *true-TWR* è inferiore all'1% nell'85% dei casi con media e mediana pari a 0,9%. Introducendo flussi e rendimenti rilevanti (rispettivamente, oltre il 10% del patrimonio nel 10% dei casi e rendimenti pari a  $\pm 25\%$ ) la correlazione tra rendimenti resta al 99% e il divario USM/MWR resta sempre inferiore all'1% con media e mediana allo 0,12%. Gli *spread* USM/*true-TWR* e MWR/*true-TWR* sono simili e inferiori al 2% nella metà dei casi, con media e mediana al 2%. Immaginando scenari ancor più irrealistici, con flussi interperiodali di raccolta netta che superano il 10% del patrimonio iniziale sino al 50% dei casi e rendimenti annui pari a  $\pm 50\%$ , la correlazione tra le tre misure di rendimento resta elevatissima (mai inferiore al 90%) mentre il differenziale USM/MWR si mantiene inferiore all'1% nell'85% dei casi e nei restanti casi sempre inferiore al 2% con media e mediana intorno allo 0,4%.

Per una migliore lettura di questi risultati, è utile ricordare che il dato reale aggregato dei fondi italiani nel periodo 1993-2007 mostra una raccolta mensile mai superiore (in valore assoluto) al 10% del patrimonio iniziale (ovvero 3% circa nell'ipotesi di interperiodalità fatta sopra) e, negli anni più recenti (2000-2007), sempre inferiore al 2%. I rendimenti annui nello stesso periodo (indice generale fondi italiani Fideuram) sono compresi tra -7,5% (consuntivo parziale 2008) e +5,5% (anno 2005). La conclusione da trarre è dunque la seguente:

- la metodologia usata dall'Ufficio Studi Mediobanca non distorce in alcun modo la dinamica dei rendimenti dell'industria;
- i rendimenti calcolati dall'Ufficio Studi Mediobanca sono praticamente identici a quelli corrispondenti all'opzione MWR e pertanto assolutamente adeguati a rappresentare i risultati del sistema dei fondi;
- in presenza di dinamiche normali, i rendimenti citati non si discostano significativamente nemmeno dai *true-TWR* e sono pertanto adeguati a descrivere anche il comportamento dei soli gestori (sempre ammesso che sia corretto giudicarli solo nella logica TWR)<sup>23</sup>.

\*\*\*

---

<sup>23</sup> Ciò vale ovviamente a livello di intero sistema (valori aggregati dei fondi) e non necessariamente in relazione ad un singolo fondo.

Qualcuno si è chiesto quale sia il significato di una definizione aggregata dell'industria che configurerebbe un portafoglio che nessuno detiene<sup>24</sup>. Intanto quest'ultima affermazione è errata, poiché la somma di tutti i portafogli corrisponde al portafoglio complessivo detenuto dall'insieme degli investitori italiani che hanno deciso, o meglio sono stati consigliati, di impiegare risparmio nei fondi. In secondo luogo, tale significato va cercato nell'interesse generale a valutare i risultati di gestione di un'industria. Quanto ciò sia rilevante lo stiamo verificando in questi stessi giorni dovendo constatare l'incapacità di molti fondi pensione a soddisfare le aspettative dei lavoratori. Ma, in buona sostanza, è lo stesso motivo che porta ad osservare le variazioni del prodotto interno di una nazione, la produzione dell'insieme di imprese che fabbricano determinati beni, la tendenza generale dei prezzi delle azioni quotate in borsa, ecc. In altre parole, quando ci si pone in un'ottica di sistema occorre valutare il "complesso" delle azioni che hanno portato un'industria a conseguire determinati risultati. Riteniamo ancora, e di più, che questo vada fatto: per il benessere della comunità e, non ultimo, della stessa industria del risparmio gestito.

Milano, novembre 2008

---

<sup>24</sup> A. Beltratti e R. Miraglia, nota del 30 giugno 1999; mimeo.



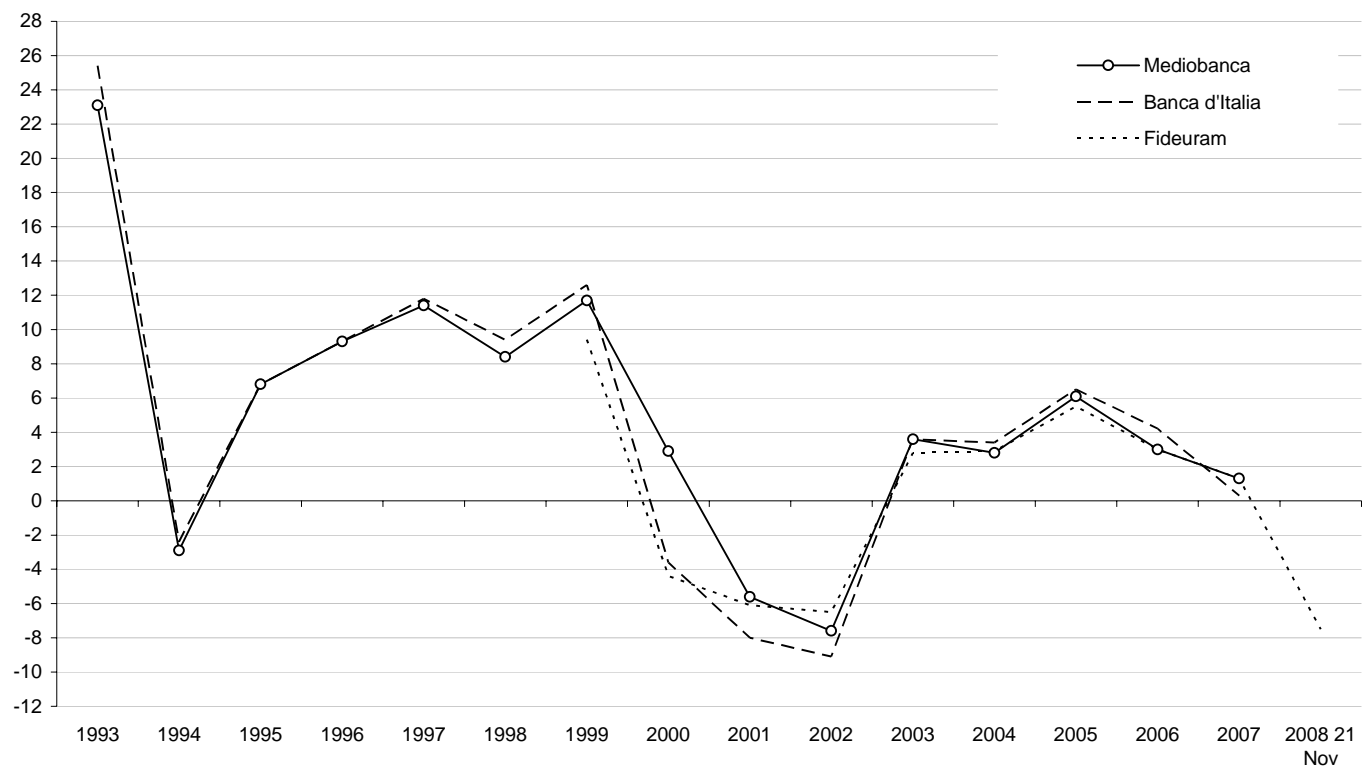
Tab. 1 - Fondi comuni aperti: raffronto tra valori delle quote e *benchmark*

	<b>Differenze tra variazioni dei valori delle quote e variazioni dei <i>benchmark total return</i></b>							
	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Totale fondi	-2,9	-2,4	-1,5	-1,2	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3
<i>di cui:</i>								
azionari	-4,7	-3,9	-1,7	-2,8	-2,8	-2,3	-2,6	-2,1
bilanciati	-3,1	-3,4	-2,2	-1,4	-2,3	-2,1	-1,0	-2,5
obbligazionari	-1,6	-1,4	-1,6	-0,8	-1,1	-1,2	-1,0	-1,1
di liquidità	-0,4	-0,6	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6

Fonte: indagine annuale Mediobanca su fondi comuni e SICAV (edizione 2008 *online*; [www.mbres.it](http://www.mbres.it)).

La tabella riporta le differenze rilevate per i singoli fondi tra il rendimento pubblicato dal gestore ed il *benchmark* assunto dallo stesso. I dati dei singoli fondi sono stati sintetizzati in medie ponderate sulla base dei patrimoni netti mensili.

**Graf. 1 - Rendimenti annui netti dei fondi comuni aperti - 1993- novembre 2008**  
fonti Mediobanca, Banca d'Italia e Fideuram



Graf. 2 - Rendimenti netti cumulati negli ultimi 15 anni  
1992=100

