

Recensione

B. REID – K. MILLAR, *Mutual Funds and Portfolio Turnover*, ICI Research Commentary, November 2004.

Si tratta di un lavoro realizzato da due economisti dell'ICI (Investment Company Institute) che esamina l'andamento dell'indice di *turnover* (o rotazione) dell'industria americana dei fondi producendo una misura aggregata.

Il lavoro prende le mosse dalla accresciuta attenzione verso le modalità di gestione dei fondi americani. L'attività di compravendita dei titoli produce oneri a carico dei fondi sia in modo esplicito (commissioni pagate al broker che s'incarica di eseguire gli ordini di acquisto e di vendita), sia in modo implicito (una transazione può spingere i corsi verso una direzione che riduce l'utile del fondo su un determinato investimento). La frequenza con la quale i gestori comprano e vendono titoli deve costituire uno degli elementi in base ai quali gli investitori in fondi valutano la convenienza del loro investimento e difatti la SEC (Security and Exchange Commission) ha disposto che ciascun fondo debba pubblicare il suo tasso di turnover. L'indicatore va calcolato dividendo il minore tra volume di acquisti e volume di vendite nel periodo e la media mensile del valore del portafoglio. Fatta questa premessa, gli economisti dell'ICI si chiedono se il tasso di turnover dei gestori sia oggi superiore (come da molti paventato) a quello di 20 anni fa e se i risparmiatori tendono ad investire in fondi con *turnover* più basso della media.

I gestori dei fondi decidono di comperare e di vendere titoli per vari motivi. Nei fondi indicizzati questa attività è quella che serve per replicare gli indici di riferimento. Nei fondi a gestione attiva il *trading* serve per realizzare le strategie di investimento che si decide di attuare. In ogni caso, il *trading* serve anche per aggiustare i flussi di capitale disponibile per l'impiego tenuto conto della vendita e del riscatto delle quote.

I dati di base utilizzati dai due economisti dell'ICI sono gli indici di rotazione pubblicati dai singoli fondi, desunti da Morningstar e CRP University of Chicago (in Italia questi indicatori non vengono invece pubblicati). Desiderando valutare le dinamiche aggregate dei fondi, vi sono tre possibili metodi per calcolare la media dei vari indici di *turnover*: la media semplice, la mediana e la media ponderata. La media semplice indicherebbe per il 2004 un

indice di turnover del 117%. La media semplice può essere adatta allo scopo quando la distribuzione di cui si calcola la media è di tipo normale; ma nel nostro caso ciò non avviene. Infatti, il 63% dei fondi ha un indicatore inferiore al 90% e il 25% lo ha superiore al 120%. D'altro canto, i fondi con i turnover più elevati hanno una consistenza patrimoniale limitata e sono stati espressamente ideati per quegli investitori che desiderano entrare ed uscire velocemente dal mercato e che usano frequentemente acquistare e vendere fondi; quindi il turnover qui serve per fronteggiare questo tipo di flusso finanziario.

La mediana rappresenta la seconda alternativa: il turnover mediano è il tasso rispetto al quale metà dei fondi registrano un livello inferiore e l'altra metà uno superiore. Contrariamente alla media semplice, la mediana non sopravvaluta il tasso di turnover di un numero limitato di fondi. Il tasso mediano di turnover nel 2004 è risultato pari al 65% e risulta sostanzialmente in linea con quello rilevato nel 1984. La stabilità di questo indice non è dovuta ai fondi indicizzati (il cui tasso di turnover è notoriamente basso), che sono stati introdotti all'inizio degli anni '90. Escludendoli dal calcolo, il tasso del 2004 resta praticamente invariato.

Tuttavia, per poter dare una misura del tasso di turnover che i possessori di fondi stanno sperimentando occorre individuare i fondi nei quali essi sono più fortemente interessati. A tale scopo, la misurazione più appropriata viene ritenuta la media ponderata del tipo *asset-weighted*. Questa media dà più peso ai fondi che hanno un attivo maggiore. Nel 2004 essa è stata pari al 51%, contro il 63% nel 1984. La cosa più interessante è che i due terzi degli attivi dei fondi sono investiti in fondi che hanno un turnover inferiore al 50% e appena l'8% in fondi che hanno un turnover superiore al 125%.

La conclusione degli autori è che il tasso di turnover non è superiore a quello di 20 anni fa e che i risparmiatori preferiscono investire in fondi a basso turnover (o, il che è lo stesso, che fondi con basso indice di turnover hanno propensione ad attrarre più risparmio).

Si riportano in allegato i tassi di turnover calcolati dall'ICI per i fondi azionari americani e quelli calcolati dall'Ufficio Studi di Mediobanca (con metodologia simile, ancorché basata sui dati aggregati) per i fondi azionari italiani.

INDICI DI TURNOVER DEI FONDI AZIONARI STATUNITENSI E ITALIANI
1984-2004

	USA Fondi azionari %	Italia Comparto azioni Fondi comuni aperti e Sicav %
1984	63	28 (28)
1985	75	46 (46)
1986	74	71 (71)
1987	82	59 (59)
1988	68	66 (55)
1989	63	92 (91)
1990	78	143 (139)
1991	73	139 (127)
1992	68	142 (138)
1993	67	164 (164)
1994	66	163 (163)
1995	70	162 (150)
1996	70	153 (143)
1997	61	157 (157)
1998	62	173 (173)
1999	63	158 (158)
2000	67	264 (264)
2001	73	213 (204)
2002	62	178 (169)
2003	54	152 (152)
2004	51	...

Fonte: Reid-Millar (ICI), *Mutual Funds and Portfolio Turnover*, 2004; Ufficio Studi Mediobanca, *Dati di 1209 fondi e Sicav italiani*, Tab. V (2004).

L'indice USA è calcolato come media *asset-weighted* degli indici pubblicati dai singoli fondi nel mese di giugno di ogni anno, dividendo il minore tra acquisti e vendite per il patrimonio medio mensile; l'indice dell'Ufficio Studi Mediobanca è anch'esso una media del tipo *asset-weighted*, ma è calcolato dividendo i valori aggregati di vendite e rimborsi annuali per il patrimonio medio annuale (tra parentesi sono riportati i valori calcolati sul minore tra il controvalore degli acquisti e quello delle vendite).