

Recensione

R. OTTEN - D. BAMS, *European Mutual Fund Performance*, EFM March 2002.

Si tratta di un lavoro realizzato da due docenti dell'Università di Maastricht (Roger Otten e Dennis Bams), pubblicato in bozza il 21 settembre 2000 e poi come articolo a stampa nell'edizione di Marzo 2002 della rivista *European Financial Management*.

Gli Autori considerano 506 fondi; di questi, 304 sono britannici, 99 francesi, 57 tedeschi, 37 italiani e 9 olandesi. I 37 fondi italiani rappresentano il 4% del patrimonio complessivo di tutti i fondi del nostro Paese. Il lavoro è riferito al periodo che va dal gennaio 1991 al dicembre 1998 e considera solo fondi azionari che investono in titoli del proprio Paese. Lo studio, pur interessante a livello accademico, non può quindi essere accreditato di una sufficiente rappresentatività dell'industria dei fondi nel suo complesso e di quella italiana in particolare; tuttavia, nell'ambito dei soli fondi che investono in azioni italiane esso riguarda quasi la metà (44%) dell'universo.

Alcuni dei risultati a cui giungono Otten e Bams sono peraltro di indubbio interesse. Intanto, esaminando nell'introduzione il complesso dell'industria europea dei fondi (pp. 77-78), essi mettono in rilievo il fatto che questa, pur rappresentando poco più di un terzo di quella statunitense, abbia ideato un numero di fondi nettamente superiore, pari ad una volta e mezza (situazione 1998). Non si può non collegare questa osservazione a quella analoga, contenuta nella *Sandler Review* (Tesoro del Regno Unito, 9 luglio 2002): “*The savings marketplace is generally daunting for the consumer, with much jargon and a vast range of subtly differentiated products*”.

In secondo luogo, il lavoro contiene un raffronto dei costi dei fondi dei diversi Paesi. Dalla tabella che viene esposta a pag. 80 (i cui dati si riproducono in calce a questa nota) si rileva una netta differenza tra il costo dei fondi italiani, 2% (si ricorda che si tratta solo di fondi azionari specializzati in azioni italiane), e quello dei fondi degli altri Paesi: Francia 1,2%, Germania 0,8%, Olanda 0,5%, Regno Unito 1,2%. Manca la Spagna che sarebbe al 2% come l'Italia secondo un altro studio realizzato da uno solo dei due autori (R. Otten, *A comparison between the European and the US Mutual Fund Industry*, December 1998). E' da osservare che, sulla base dei dati dell'indagine

dell'Ufficio Studi di Mediobanca, la media dei costi di gestione di tutti i fondi azionari italiani nel periodo 1991-1998 è stata pari al 2,1% (2,7% nel solo 1998).

Un'ultima interessante conclusione dello studio dell'Università di Maastricht riguarda la *performance dei fondi*. Non interessano tanto i livelli dei vari rendimenti poiché, trattandosi di fondi che investono solo in azioni domestiche, essi sono influenzati dalle diverse dinamiche borsistiche interne; quanto piuttosto il *test* della capacità dei gestori di generare guadagni superiori a quelli di mercato (tecnicamente, *overperformance*). A tal proposito, gli Autori non riescono a provare tale capacità quando i rendimenti vengono assunti al netto dei costi di gestione; considerandoli invece al lordo di tali costi, questa capacità emergerebbe in modo significativo e ciò fa concludere che i fondi europei hanno successo nel coprire le proprie spese garantendo inoltre un maggior valore agli investitori (pag. 91). Tuttavia (Tab. 8 a pag. 90; numeri ripresi in calce a questa nota), tale conclusione vale in special modo per i fondi olandesi ed inglesi, mentre per quelli italiani e francesi l'*overperformance* non è significativamente diversa dalle spese addebitate agli investitori; i fondi tedeschi mettono invece in evidenza una sensibile *underperformance*. Gli autori si chiedono anche se esista una relazione tra costi dei fondi e performance (*"In general mutual fund managers claim that expenses do not reduce performance, since investors are paying for the quality of the manager's information"* p. 97); concludono che in generale tale relazione non esiste (per l'Italia non sono però stati ottenuti i dati necessari a tale verifica). Una valutazione analoga è stata confermata dalla citata *Sandler Review*.

Le conclusioni dei due docenti dell'Università di Maastricht non sono molto diverse da ciò che emerge dai dati dell'Ufficio Studi di Mediobanca sul 90% dell'universo dei fondi relativamente al raffronto tra rendimenti e *benchmark* scelti dagli stessi gestori. Per i fondi che investono in azioni italiane (che rappresentano però solo il 20% circa del portafoglio azionario complessivo e il 4% circa del patrimonio a fine 2001) la differenza tra rendimento e *benchmark* tende ad essere praticamente nulla (nel 2000 è stata positiva), mentre si osserva una sensibile *underperformance* negli impieghi in titoli esteri (i quali coprono la gran parte, 80% circa, degli investimenti).

FONDI AZIONARI EUROPEI SPECIALIZZATI IN AZIONI DOMESTICHE – DATI E INDICI 1991-1998

	Quota di mercato dei 5 principali gruppi di gestori %	Dimensione media dei fondi considerati mil. US\$	Rendimento medio annuo %	Over (+) under (-) performance %	Costi di gestione %
Olanda	60	350	22,0	+1,80	0,5
Regno Unito	20	256	12,3	+1,33	1,2
Italia	43	242	15,2	+0,84	2,0
Francia	62	258	10,9	+0,22	1,2
Germania	62	335	13,9	-1,20	0,8

Fonte: Otten-Bams (Università di Maastricht), *European Mutual Fund Performance*, EFM March 2002; Otten, *A comparison between the European and the US Mutual Fund Industry*, December 1998.

La over (under) performance è riferita al coefficiente alfa derivato dai rendimenti al netto dei costi di gestione. Negli Stati Uniti la quota di mercato dei 5 principali gruppi era pari al 18%.

FONDI COMUNI APERTI DI DIRITTO ITALIANO – RAFFRONTO TRA VALORI DELLE QUOTE E BENCHMARK

Differenze tra variazioni delle quote e dei benchmark	
2000	2001

Totale fondi	-2,6	-2,1
<i>di cui:</i>		
Azionari	-4,0	-3,0
Italiani	+0,8	-0,1
Internazionali	-5,7	-3,5
Bilanciati	-2,7	-3,0
Obbligazionari	-1,6	-1,4
di liquidità area euro	-0,4	-0,6

Fonte: Ufficio Studi Mediobanca.

NB: *benchmark* = si tratta di quelli indicati dai singoli gestori a partire dal 2000. Quelli azionari comprendono solo in un caso indici *total return* (con dividendi). I *benchmark* sono sempre espressi al netto delle imposte.