

Identificativo: SS950312018CAA  
Data: 12-03-1995  
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE - Dall'analisi dei risultati mensili messi a confronto con il patrimonio medio dei fondi comuni italiani si scopre che il size effect produce negli obbligazionari risultati opposti rispetto agli azionari  
Quando la dimensione del patrimonio condiziona i rendimenti della gestione

A cura di Silvio Bencini e Maurizio Murgia

Qual e' la dimensione ottima di un fondo d'investimento? Esiste una relazione tra la dimensione del patrimonio e la performance dei fondi? Questi quesiti sono alquanto rilevanti per tutti gli attori dell'industria del risparmio gestito. Dal lato delle societa' di gestione il dimensionamento di un fondo coincide con la scelta dell'ammontare di patrimonio da gestire che massimizza la generazione di utili per la societa' di gestione. Dal lato dei sottoscrittori di fondi non e' detto che tale obiettivo persegua anche i loro obiettivi. I clienti possono solo sperare in una coincidenza d'interessi.

La dimensione ottima di un fondo dipende da tre fattori: 1) la qualita' della ricerca utilizzata per la selezione e gestione di portafoglio; 2) la tecnologia utilizzata per la esecuzione e trading degli ordini; 3) la liquidita' del mercato di riferimento. I primi due fattori sono direttamente controllabili dal gestore, mentre il terzo non lo e'.

Seguendo questo ragionamento e' intuitivo capire che un dato ammontare di patrimonio gestito puo' essere appropriato per una certa politica di investimenti e non appropriato per un'altra politica di investimenti. Tuttavia non deve affatto sorprendere che per la gran parte dei fondi d'investimento l'ammontare ottimo di patrimonio da gestire e' una misura alquanto piccola. Perche'?

Consideriamo innanzitutto i fattori che possono indurre all'aumento della dimensione del fondo e tra questi molte attivita' di gestione: l'attivita' di ricerca di cui abbiamo detto, il back-office e il marketing-servizi alla clientela che beneficiano di indubbie economie di scala. Queste economie sono sfruttate dalle societa' di gestione pero' piu' attraverso l'allargamento della gamma dei prodotti offerti che attraverso la crescita di ogni singolo fondo.

Consideriamo ora il fattore piu' importante che frena l'aumento dimensionale del fondo, cioe' dove si annidano le diseconomie di scala. Nel trading, un fondo piu' grande con una dimensione media delle transazioni piu' elevate, incontrera' piu' serie difficolta' per negoziare a prezzi convenienti: da qui l'impatto, frequentemente negativo, sulla performance finale. Non e' quindi un problema di costi di transazione visibili che anzi, nei fondi maggiori sono, in

termini relativi, trascurabili. E' un problema di costi di transazione invisibili che sono i veri costi della gestione attiva di portafoglio e che colpiscono soprattutto i fondi maggiori. Alla prova dei fatti tutti questi discorsi si sono rivelati abbastanza veri nel caso dei mercati finanziari grandi ed evoluti come quello statunitense. Emerge in sostanza il cosiddetto size-effect anche nel settore dei fondi comuni d'investimento. Size-effect. C'e' pero' un trade-off, i fondi piu' piccoli riescono a ottenere performance medie piu' elevate, ma comportano spesso dei costi per i sottoscrittori piu' elevati: alla fine non e' poi cosi' chiaro se gli investitori debbano sempre privilegiare i fondi piccoli. Cosa succede per il mercato italiano? Nelle tabella che presentiamo abbiamo riassunto la relazione tra performance totale media mensile e patrimonio medio gestito per tre classi di fondi d'investimento italiani per il quadriennio 1991-1994. Al solito, la performance totale e' corretta per il grado di rischio e viene calcolata com'e' d'uso nelle nostre analisi mensili che sempre qui presentiamo. Per i fondi chiamati piccoli o medi, cioe' con un patrimonio medio (nei quattro anni) di circa 180 miliardi, la performance totale corretta per il rischio e' pari a zero, ovvero non e' risultata diversa dal proprio benchmark. Dato che queste misure sono gia' al netto di tutti i costi di gestione possiamo dire, tentativamente, che in media si e' trattato di un buon investimento per il cliente se non ha pagato dei costi di entrata eccessivi. Cosa osserviamo viceversa per la classe dei fondi maggiori? In questa classe di fondi la performance totale media e' risultata negativa dello 0,072% mensile, o lo 0,9% annuale. Si puo' quindi concludere, come per altri mercati finanziari, che e' effettivamente presente un size-effect anche nei fondi d'investimento italiani? Al lettore piu' curioso possiamo dire che analisi statistiche di rito escludono questa ipotesi e che una rappresentazione grafica del fenomeno mostra una piccola collina, con la cima popolata dai fondi di dimensione media. Tuttavia e' semplicistico pensare che la performance dei fondi possa essere sezionata con la sola variabile dimensionale. Nella seconda parte della tabella presentiamo le medesime analisi per due gruppi di fondi piu' omogenei dal punto di vista delle politiche d'investimento. Nel caso degli azionari e bilanciati italiani, osserviamo che la performance media cresce al crescere della dimensione. Questo risultato, in contrasto con il size-effect, merita una spiegazione. Innanzitutto il benchmark di questi fondi, come spesso sottolineato, non e' efficiente, non contiene i dividendi azionari, e quindi porta a sovrastimare i risultati dei fondi. Tuttavia quand'anche utilizziamo un indice di confronto che tenga conto di queste distorsioni il risultato si ridimensiona, diventa praticamente zero, ma non negativo. Consideriamo ora i fondi obbligazionari italiani. In questo gruppo le performance medie sono negative e crescono al crescere del patrimonio, come prevede il size-effect. In definitiva pero', non e' possibile dire che nel mercato italiano vi sia una significativa

differenza nella performance dei fondi che hanno simili politiche d'investimento ma diversa dimensione.

Le spiegazioni. Si possono offrire diverse spiegazioni a questi risultati. Per il gruppo degli azionari-bilanciati italiani, perché i fondi maggiori hanno realizzato delle migliori performance? In questo caso, la dimensione media è obiettivamente ancora piccola; quelli che sono già grandi, a esempio sopra i 1.000 miliardi, investono quote rilevanti del patrimonio in titoli azionari esteri: in sostanza cercano mercati più liquidi per controllare la bestia nera della gestione attiva di portafoglio e avere delle opportunità che il nostro piccolo mercato non offre. I fondi piccoli e medi invece si devono accontentare di ciò che passa il convitto nazionale.

Al contrario la letteratura sui fondi americani dimostra che questi fondi hanno performance aggiustate al rischio più alte perché compongono i propri portafogli ben diversificati con small-cap, titoli in forte crescita, e così via. Per il gruppo degli obbligazionari italiani la dimensione media è più grande e si osserva una under-performance crescente all'aumentare della dimensione. In questo caso il problema è interno o esterno ai fondi? È un problema di liquidità del mercato dei titoli di Stato italiani? Forse, ma non crediamo che sia un fattore così determinante.

Ci sono invece due fatti che ci fanno pensare più a un problema interno a questa categoria di fondi, che pare abbia connotati universali, innanzitutto le performance negative crescenti sono presenti, nello stesso periodo, anche per i fondi obbligazionari internazionali; in questo caso però il piccolo campione (8 fondi) ci impone cautela. Nel caso del mercato statunitense un recente studio (Elton-Gruber-Blake: Fundamental variables, Apt, and bond fund performance 1993) dimostra che per un periodo esteso e per la gran parte di questi fondi ogni dollaro di costi di gestione ha contribuito a ridurre di ben 78 centesimi la performance media. In altri termini è l'eccessiva onerosità relativa di questa categoria di fondi che determina questi risultati? Usando molteplici e sofisticate metodologie sembrerebbe di sì, e quindi un sottoscrittore di fondi obbligazionari dovrebbe sempre scegliere il fondo meno costoso.

Per concludere: mentre nel gruppo degli azionari-bilanciati le società di gestione hanno dei fondi mediamente più piccoli, sia le strategie tese a contenere i costi di transazione più rilevanti che i rendimenti medi dei loro investimenti più elevati compensano sufficientemente i costi gestionali. Nel gruppo degli obbligazionari la struttura dei costi di gestione è forse rigida e i rendimenti medi dei loro investimenti sono insufficienti a ottenere delle performance medie almeno non negative.

TABELLA-01

PERFORMANCE E PATRIMONIO MEDIO PER CLASSI DI FONDI  
(Gennaio 1991 - Dicembre 1994)

```
=====
=
Classe di fondi Numero Patr. medio Performance
di fondi (in miliardi) media mensile (%)
=====
=
Prima parte: campione globale
-----
-
Piccoli 59 51 0
Medi 59 178 0
Grandi 59 885 - 0,072
-----
-
Seconda parte: azionari e bilanciati italiani
-----
-
Piccoli 24 45 0
Medi 23 126 0,141
Grandi 24 771 0,181
-----
-
Terza parte: obbligazionari italiani
-----
-
Piccoli 22 102 - 0,176
Medi 21 413 - 0,169
Grandi 21 1.217 - 0,205
-----
-
```