

Quanta: il tutto è maggiore della somma delle parti

**Un patrimonio
unificato di competenze
e di esperienze nei campi
delle metodologie quantitative per
l'investimento e dell'ottimizzazione
dell'offerta assicurativa. ***

**A servizio di SGR,
società di assicurazioni,
banche, reti di
distribuzione.**

* Sulle metodologie quantitative
per l'investimento e sull'ottimizzazione
dell'offerta assicurativa,
Progetica scrive mensilmente
su *Investire* dal giugno 1998.

T E L E F O N O
02.29060179

PROGeTICA è la società di consulenza e formazione che per prima in Italia ha reso accessibili all'operatore finale e al risparmiatore privato le teorie quantitative dell'efficienza per:

- metodologie di analisi di mercati e servizi
- modelli di gestione degli investimenti
- sviluppo di nuovi modelli di consulenza e vendita.

PROGeTICA srl
via Marsala, 11 - 20121 Milano e-mail: progetic@tin.it

FABULA, agenzia di comunicazione, con venti anni di esperienza nel campo finanziario e assicurativo, è la prima in Italia ad avere realizzato:

- soluzioni comunicative plurimediali
- sistemi interattivi di formazione distribuita per lo sviluppo e la diffusione delle metodologie quantitative.

FABULA srl
via R.Pilo, 11 - 20129 Milano e-mail: fabulaco@tin.it



IL PATTO FRA CLIENTE E GESTORE

BENCHMARK: UN ELEMENTO FONDAMENTALE PER L'INVESTITORE

**TEMPO, RISCHIO E RENDIMENTO: COSÌ SI
PUO' VALUTARE MEGLIO L'EFFICIENZA
DELLE SCELTE DEL "MONEY MANAGER"**

I lettori di *Investire* troveranno allegata su questo numero una videocassetta intitolata "Benchmark - Uno strumento di navigazione per gli investitori". Il benchmark, già obbligatorio per le gestioni patrimoniali, dovrebbe quest'anno diventare obbligatorio anche per i fondi comuni, gestori e Consob permettendo. La videocassetta realizzata da Fabula, con la supervisione scientifica di Progetica, è sponsorizzata da Banca Popolare Alto Adige.

P di Claudio Grossi
e Gaetano Megale
PROGETICA srl *

Per ora, e per la maggior parte degli investitori, il benchmark non è altro che un parametro di riferimento che consente di valutare, ex post, l'attività del gestore in termini di rendimento.

Per alcuni il benchmark rappresenta un fastidioso termine anglosassone che aumenta il grado di confusione nel mercato degli investimenti. Per altri, un inutile artificio che limita la libertà del gestore e riduce le opportunità che potrebbero essere (teoricamente) colte. Eppure il potenziale rivoluzionario del benchmark per la cultura degli investimenti in Italia non si scorge ancora. Infatti il benchmark viene percepito come un mercato o una composizione di indici di mercato, una "torta"

che può piacere o meno per la sua "estetica" o per le "emozioni" che le componenti di mercato possono procurare, contingentemente, all'investitore. Proviamo invece ad immaginare che il benchmark possa essere anche utilizzato per la valutazione ex ante dell'investimento, ovvero per la scelta dell'investimento più coerente con le proprie esigenze (vedi tabella 1). Il lettore confrontando i criteri di valutazione (tempo, rischio e rendimento) si sarà probabilmente orientato verso una delle quattro alternative e noterà che l'indicazione del benchmark (ovvero dell'indice/i che qualificano il mercato/i di riferimento) non aggiunge nessuna importante informazione a quelle che tradizionalmente vengono fornite. Ed è proprio così. Non vi è nessuna differenza tra la situazione proposta in tabella e quella, ad e-

sempio, della scelta di un fondo azionario internazionale o bilanciato.

Apparentemente il benchmark non fa che complicare la valutazione oppure, ed è la cosa peggiore, dà una falsa sensazione di chiarezza...

In questa situazione, benchmark o non benchmark, la possibilità dei tipici errori di valutazione degli investimenti rimane la stessa. Il tempo viene interpretato prevalentemente come una modalità di controllo del profilo del rischio-rendimento dell'investimento. Ad esempio, la scelta degli investimenti a breve termine è dettata spesso non tanto dal dover disporre effettivamente del capitale ma dalla necessità di valutare e tenere sotto controllo il rischio dell'investimento; in alcuni investitori può addirittura sorgere il sospetto che un investimento a lungo termine possa essere

proposto soltanto per differire il momento della sua valutazione e quindi di un eventuale "conflitto". Il rischio non è qualificato e quantificato per cui la scelta è effettuata in base ai significati che vengono attribuiti alle varie etichette ("basso", "alto" oppure "prudente", "dinamico", oppure "scoiattolo", "aquila"), quasi come in un test di Rorschach!

Cosa può significare rischio? Perdita sul capitale o possibilità di subire oscillazioni del capitale? Cosa significa "medio" rischio? Di quanto è minore rispetto al "medio-alto" o maggiore rispetto al "basso"? Le risposte a queste domande (quale contributo decisivo potrebbe dare, in queste condizioni, un consulente?) fanno sì che la tendenza sia quella di scegliere posizioni cautamente intermedie o, in caso di avversione al rischio, il mercato più "sicuro": ma rischio non significa anche perdita di opportunità?

Il rendimento atteso non è quantificato (forse solo "bisbigliato") ed è solo una aspettativa soggettiva, quasi una speranza: è sempre vero che ad alto rischio corrisponde un rendimento significativamente maggiore? Maggiore di quanto e rispetto a cosa? La ricompensa promessa è troppo incerta ed osservare le performance storiche sembra l'unica strada: per tali motivi si tende ad investire sui mercati o sui

prodotti di "moda" ovvero quelli che hanno manifestato maggiori performance. Con l'inevitabile rischio di veder crollare le performance al momento del proprio investimento, fuggire per contenere i danni verso investimenti più sicuri (ma meno remunerativi) ed addirittura assistere, increduli, al recupero del mercato appena abbandonato o a performance "stellari" di altri investimenti... e la "giostra" può ricominciare. L'introduzione del *benchmark* non sembra modificare questa situazione.

Ma questa sensazione può dipendere dal contesto culturale entro il quale è valutata l'utilità del *benchmark*. Lo straordinario potenziale insito nel *benchmark* richiede, per essere apprezzato, l'acquisizione di particolari conoscenze e la modificazione della prospettiva culturale relativamente al mondo degli investimenti. Altrimenti è come poter disporre degli antibiotici senza conoscere l'esistenza dei virus e dei batteri o, utilizzando una metafora

marinara, possedere un orologio solo per stabilire l'ora del pranzo anziché, con il sestante, determinare la propria posizione in mare.

L'introduzione del benchmark, interpretato secondo le teorie quantitative dell'efficienza, può essere una buona occasione per innescare una evoluzione culturale decisiva

nella cultura degli investimenti in Italia. La portata di ciò potrebbe essere paragonata al passaggio tra il medioevo ed il rinascimento. Infatti, il modello di pensiero intuitivo e qualitativo medievale confutava la capacità degli uomini di "misurare" la realtà ed addirittura riteneva tale pratica dannosa. Il pensiero platonico dominava: "... quando l'anima dipende dai sensi per le sue informazioni, è spinta dal corpo nel regno del mutevole, perde la propria strada e diviene confusa e disorientata".

L'approccio rinascimentale ha fortunatamente superato questa visione del mondo; le conquiste scientifiche hanno imposto un modello di pensiero quantitativo che ha modificato profondamente la visione della realtà. A tal proposito le parole di Lord Kelvin (1891), possono essere particolarmente illuminanti: "Amo dire che quando puoi misurare ciò di cui stai parlando e puoi esprimerlo in numeri, già conosci qualcosa di esso; ma quando non puoi misurarlo né esprimerlo in numeri, la tua conoscenza è povera ed insoddisfacente".

Il lettore ritorni alla valutazione delle alternative di investimento proposte nella tabella 1: la rappresentazione della realtà degli investimenti non sembra tipicamente "medievale"? Ma la possibilità di evoluzione della cultura degli investimenti non pare esaurirsi alla conquista di una dimen-

Non è sufficiente giudicare le performance ex post. Altrimenti si preferiscono solo i prodotti "di moda", con tutti i rischi di ribassi.

* PROGETICA s.r.l. Consulenza ed analisi quantitative degli investimenti

PROGETICA, società di consulenza e formazione, è specializzata nella progettazione e realizzazione di:

- metodologie di analisi e valutazione quantitativa dei mercati e dei servizi d'investimento;
- modelli di gestione degli investimenti basati sulle teorie dell'efficienza;
- sistemi professionali consulenziali e di vendita dei servizi finanziari e assicurativi, rilasciati dopo verifica concreta sul campo.

PROGETICA s.r.l.
Via Marsala 11, 20121 Milano,
Tel. 02/29.06.01.15
e-mail: progetica@tin.it

Grafico 1

ANALISI TRADE OFF RISCHIO-RENDIMENTO

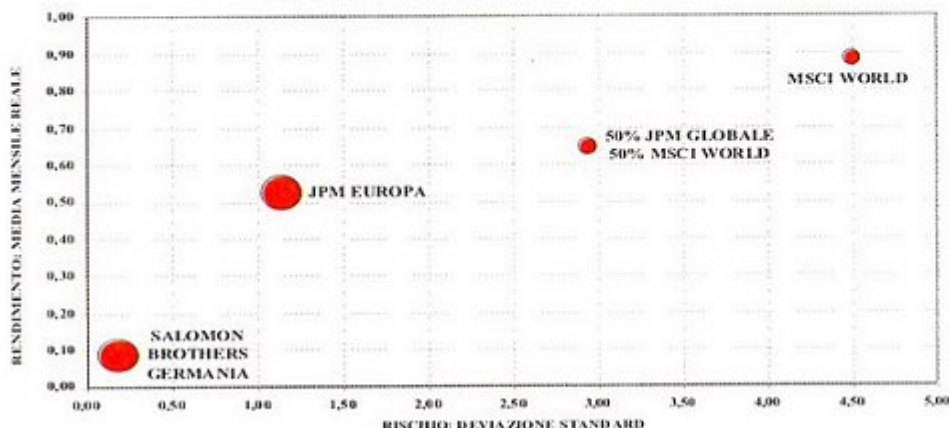


Tabella 1

BENCHMARK	TEMPO	RISCHIO	RENDIMENTO
Mercato monetario tedesco: SALOMON BROTHERS GERMANIA	Breve termine	Basso	Basso
Mercato obbligazionario europeo: JP MORGAN EUROPA	Medio termine	Medio	Medio
Mercato bilanciato internazionale: 50% JP MORGAN GLOBALE; 50% MSCI WORLD	Medio-lungo termine	Medio-alto	Medio-alto
Mercato azionario internazionale: MSCI WORLD	Lungo termine	Alto	Alto

definizione del benchmark può avere una triplice funzione: 1) valutare razionalmente e consapevolmente le alternative di investimento in funzione della personale politica d'investimento; 2) effettuare analisi competitive confrontando alternative di investimento simili; 3) valutare la qualità dell'apporto gestionale nel tempo.

Vogliamo proporre, di seguito, una rassegna di strumenti che consentono una efficace valutazione quantitativa rispetto alle variabili fondamentali di un investimento: rendimento-rischio-tempo. La relazione matematico-statistica di queste variabili consente di individuare il "punto di equilibrio" di ciascun investitore tra il rendimento atteso ed il rischio ed il tempo necessari per perseguirlo.



Supponiamo che un investitore possa

Anzitutto decidere cosa fare dei propri risparmi. Il trade-off è la relazione tipica fra rischio totale e rendimento di ciascun benchmark.

sione quantitativa, numerica, per rappresentare le opportunità dei mercati. Le teorie quantitative dell'efficienza ed in particolare la **Random**

Walk Theory (un modello di interpretazione statistico-oggettivo dei mercati e degli investimenti, vedi *Investire*, agosto '98), stimolano il passaggio da un modello di pensiero "quantitativo-deterministico" ad un modello di pensiero "quantitativo-probabilistico" che, sebbene

sia già affermato negli ambienti scientifici, non è purtroppo diffuso nella cultura di massa.

Dal punto di vista delle teorie dell'efficienza statunitensi la

scegliere tra alternative di investimento diverse, come quelle rappresentate dai benchmark della tabella 1.

Un primo strumento di valutazione è raffigurato nel **grafico 1**: l'analisi del **trade off** rischio-rendimento. Il rendimento è misurato mediante la media dei rendimenti mensili reali (tipicamente degli ultimi 60 mesi) mentre il rischio viene quantificato mediante la **deviazione standard**, ovvero il grado di oscillazione dei singoli rendimenti mensili dalla propria media.

Il **trade off** rischio-rendimento può essere interpretato come relazione tipica tra rischio totale e rendimento realizzato di ciascun benchmark. D'altra parte questo tipo di grafico rappresenta in maniera diversa ciò che i tradizionali grafici di andamenti ex post propongono (vedi **grafico 2**). Tuttavia, laddove dal **grafico 2** è possibile ricavare informazioni circa il grado di oscillabilità di

Grafico 2

ANDAMENTI EX-POST BENCHMARK

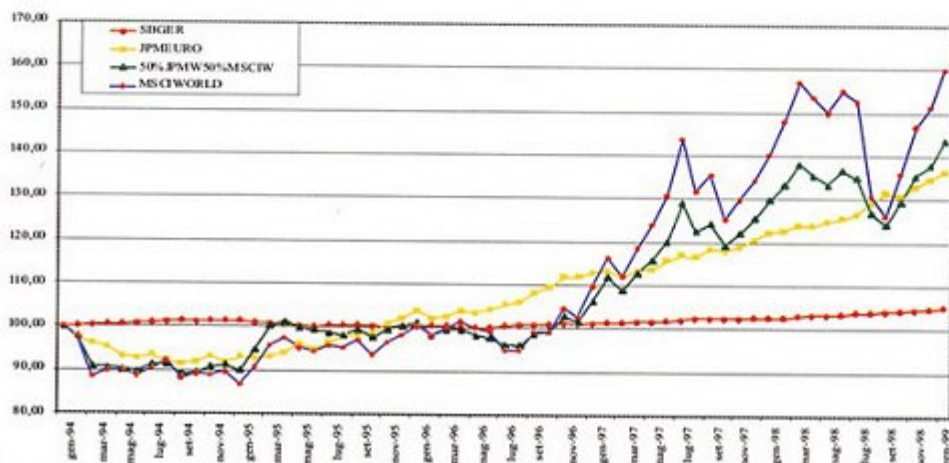


Grafico 3

Benchmark 1
MASSIMA PROSPETTIVA DI RENDIMENTO A PARITA' DI RISCHIO
rispetto a Msci World

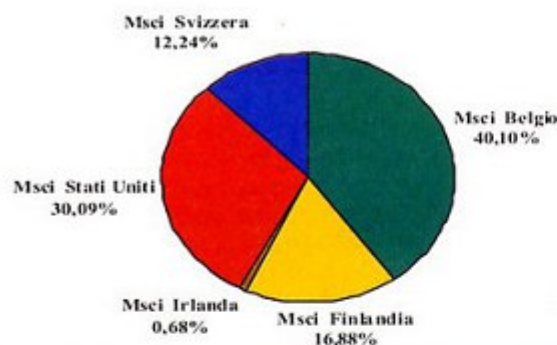


Grafico 4

Benchmark 2
MINIMO RISCHIO A PARITA' DI PROSPETTIVA DI RENDIMENTO
rispetto a Msci World

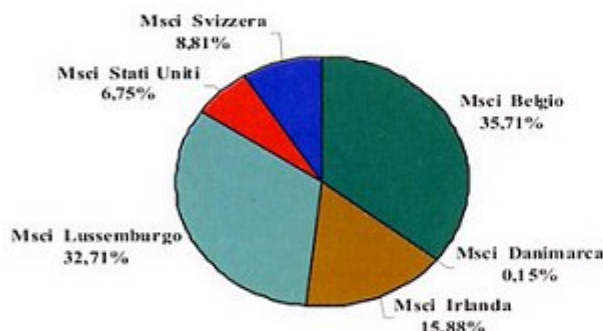
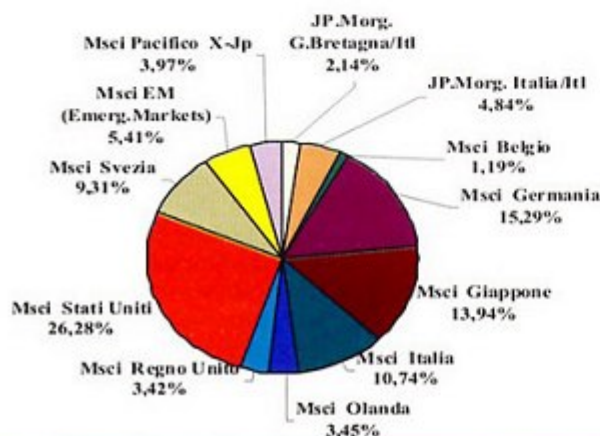


Grafico 5

Benchmark Indice Fideuram Azionario Internazionale



ciascun benchmark (affinché l'investitore possa testare il proprio grado di sopportabilità rispetto alle possibili variazioni del capitale), dal grafico dei *trade off* è possibile intuitivamente dedurre, in prima approssimazione, il grado relativo di efficienza di ciascun benchmark nei termini di remunerazione per unità di rischio. L'analisi del posizionamento dei benchmark e del loro rapporto tra rendimento e rischio (rappresentato dalla grandezza delle "bolle" nel grafico) consente quindi una prima, sommaria, valutazione. Ad esempio, la "convenienza" del benchmark obbligazionario europeo verso quello bilanciato appare particolarmente evidente: circa il 150% meno di rischio contro circa il 20% meno di rendimento!

L'analisi dei *trade off* tuttavia non permette di effettuare valutazioni in funzione del tempo e soprattutto non fornisce una interpretazione probabilistica circa l'evoluzione degli investimenti; inoltre, il codice di comunicazione non risulta immediatamente comprensibile.

Per questi motivi, altri strumenti di valutazione possono essere utilizzati, derivandoli dalla applicazione ortodossa della già citata Random Walk Theory. Di seguito proponiamo uno dei percorsi possibili di analisi e valutazione dei benchmark.

Qualora un investitore dovesse scegliere tra diverse alternative con profili di rischio rendimento differenti (vedi grafico 1) potrebbe innanzitutto procedere con la definizione del tempo dell'investimento e quindi preferire l'alternativa con il migliore risultato atteso. La tabella 2 indica i risultati attesi dei quattro benchmark a tempi differenti, nello scenario statistico più probabile.

Se, ad esempio, volesse investire a 36 mesi l'attenzione cadrebbe senz'altro sull'indice MSCI World con un valore atteso a 36 mesi di 132,59, su base 100.

Ma per perseguire questo risultato quale rischio dovrebbe assumersi? Gli strumenti probabilistici forniscono utili informazioni per l'approfondimento e la ponderazione del fattore rischio, in tutte le sue sfaccettature. La tabella 3 descrive un range entro il quale i risultati possono manifestarsi con una probabilità oggettiva del 68%: il rischio "normale" dell'investimento. Con tale

supplemento di informazioni la scelta cadrebbe ancora sul benchmark azionario internazionale? Ovviamente dipende dalla propensione al rischio dell'investitore: qualcuno potrebbe essere ben contento di poter ottenere, in uno

scenario ottimistico, un incremento del capitale sino al 174,14; altri, invece, potrebbero preoccuparsi della possibilità di ottenere un risultato nullo in uno scenario negativo (valore 100,95). L'individuo avverso al rischio, forse, si orienterebbe verso un benchmark meno rischioso, quale il JPM EURO, con un range del risultato atteso tra 112,56 e 129,01.

Ma l'analisi del rischio non finisce qui. In caso di necessità di disinvestimento prima dei 3 anni quale potrebbe essere il costo che si dovrebbe sopportare in uno scenario statistico fortemente pessimistico (il rischio di liquidabilità)?

Nella tabella 4 si può trovare la risposta a questa domanda in quanto vi sono rappresentati, per ciascun benchmark e per ciascun tempo, i risultati minimi attesi ad un livello di probabilità del 95%.

Un processo di ricerca del proprio punto di equilibrio

Quattro parametri sotto esame per azioni e obbligazioni: MSCI World, JPM Euro, JPM World e Salomon Brothers Germania.



Tabella 6

BENCHMARK TEMPO IN MESI	RISCHIO "NORMALE"							
	MSCI WORLD		BENCHMARK 1		BENCHMARK 2		BENCHMARK FID. AZ. INTERN.	
	DOWN	UP	DOWN	UP	DOWN	UP	DOWN	UP
3	94,63	110,76	96,78	113,13	96,44	108,94	95,00	110,17
12	93,86	128,58	102,56	140,14	97,71	124,70	94,46	127,04
24	96,60	150,78	115,26	179,22	102,55	144,77	97,32	147,98
36	100,95	174,14	131,49	225,79	108,89	166,12	101,71	169,92
48	106,32	199,54	151,18	282,25	116,33	189,46	107,09	193,68
60	112,54	227,51	174,69	351,08	124,77	215,24	113,28	219,73

sione al rischio dell'investitore potrebbe far cadere la scelta sul Benchmark 2, con attese di rendimento inferiori ma range più stretti. La possibilità di quantificare mediante scenari probabilistici l'evoluzione di un investimento consente di effettuare una analisi competitiva seria delle alternative di investimento e di cogliere in maniera razionale e consapevole le opportunità offerte dal mercato.

Il benchmark di un prodotto gestito costituisce la "promessa" del gestore ed è l'elemento contrattuale centrale che lo impegna verso l'investitore.

La valutazione delle performance del prodotto gestito (fondo, sicav o gestione) rispetto al benchmark dichiarato rappresenta la verifica di questo patto. In ogni caso questa valutazione deve tener conto del grado di efficienza del

benchmark stesso: maggiore è il grado di efficienza di un benchmark, minore è la probabilità che le performance effettive del prodotto gestito siano sistematicamente e significativamente superiori a quelle del benchmark. In realtà, un benchmark autenticamente efficiente può essere, in condizioni ottimali, solo "replicato" nel tempo.

Ciò rappresenta già un risultato eccellente in quanto bisogna tener conto del fatto che il prodotto gestito è gravato, necessariamente, di costi di gestione ed imposizioni fiscali. Inoltre, la valutazione della qualità gestionale deve tenere presente il grado di rischio che il gestore effettivamente si è assunto nel realizzare la performance. In altre parole, è necessario valutare come la gestione attiva (*market timing* e/o *security selection*, vedi sulla gestione attiva articolo a pagina 58) ha impattato sul profilo rischio-rendimento del prodotto. Talvolta una performance minore rispetto al benchmark può essere apprezzata per una più che proporzionale riduzione del rischio. Ancora, una performance superiore a quella del benchmark può essere censurata in quanto realizzata con una abnorme assunzione di rischio.

Questi casi estremi indicano che il benchmark non rappresenta esclusivamente un parametro di riferimento circa la performance: la valutazione va estesa anche al grado di rischio assunto e quindi al profilo di efficienza complessiva del prodotto.

Per una esemplificazione concreta di questo ragionamento proponiamo la valutazione dell'Indice Fideuram Azionario Internazionale (vedi tabella 8) che rappresenta l'aggregato dei gestori dei fondi comuni che investono nel mercato azionario internazionale.

Il confronto tra le performance assolute reali (al netto dell'inflazione) a cinque anni (al 29/01/99) del mercato di riferimento (MSCI World), del benchmark dell'Indice Fideuram (derivato con la Style Analysis) e della effettiva gestione dell'Indice Fideuram e-

Grafico 6

ANALISI TRADE OFF RISCHIO-RENDIMENTO

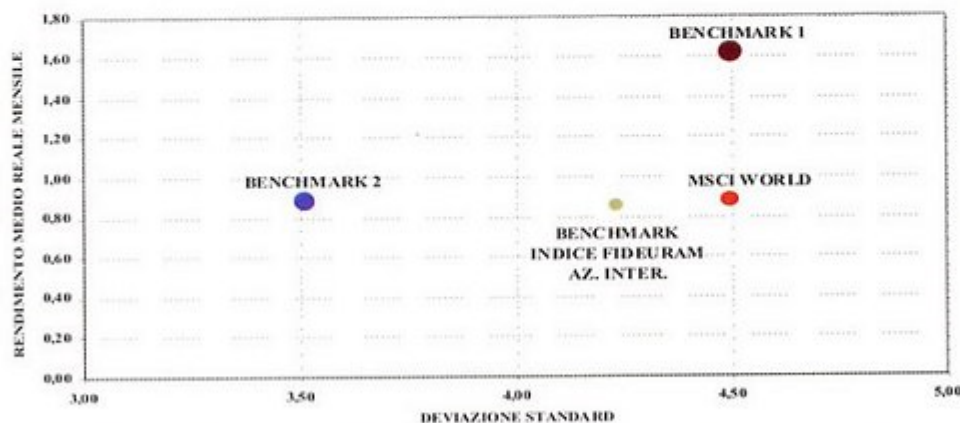


Tabella 7	RENDIMENTO ATTESO				
	BENCHMARK TEMPO IN MESI	MSCI WORLD	BENCHMARK 1	BENCHMARK 2	BENCHMARK FID. AZ. INTERN.
	3	102,38	104,64	102,50	102,31
	12	109,86	119,89	110,38	109,55
	24	120,69	143,73	121,84	120,01
	36	132,59	172,31	134,50	131,46
	48	145,66	206,57	148,46	144,02
	60	160,02	247,65	163,88	157,77

Tabella 8	PROFILO	MSCI WORLD	BENCHMARK INDICE FIDEURAM	INDICE FIDEURAM
	Rendimento lordo a 5 anni	60,02%	57,77%	
	Rendimento netto a 5 anni	52,52%	50,55%	32,77%
	Deviazione Std. su 60 mesi	4,50	4,23	3,76

videnza che quest'ultimo ha realizzato una performance minore, anche tenendo conto del fattore fiscale. Tuttavia, il confronto del rischio totale, misurato mediante la deviazione standard, porterebbe a considerare che tale minor performance possa essere giustificata dal minor grado di rischio effettivamente assunto. Come valutare il grado di efficienza? Come misurare la qualità gestionale? Una risposta si può ottenere utilizzando un modello di equilibrio dei mercati, il **Capital Asset Pricing Model** di William Sharpe, con il quale è possibile individuare le singole componenti della performance di un portafoglio rispetto al mercato di riferimento. Tale modello si basa, tra gli altri, sul-

GESTORI ATTIVI E PASSIVI: CHI E' MEGLIO?

di Roberto Tino *

Ogni gestore si caratterizza per il proprio stile/filosofia di gestione. Una delle ripartizioni fondamentali è quella fra gestori "attivi" e "passivi".

Cosa significa gestione "attiva" e "passiva"? I gestori attivi cercano di aggiungere rendimento rispetto a quello di mercato attraverso la scelta dei titoli e/o il market timing, utilizzando analisi sui titoli e ricerche di investimento.

I gestori passivi concentrano il proprio sforzo nel ridurre il rischio del portafoglio relativamente al proprio segmento di mercato e nel contenere l'attività di ricerca necessaria alla costruzione del portafoglio: i portafogli passivi "puri" sono gestiti senza giudizi di merito sugli investimenti in singoli titoli, settori economici del mercato, o sul mercato come un tutto. La valutazione storica della performance dei gestori attivi relativamente al mercato indica che, per certe asset class, è stato difficile battere sistematicamente l'indice, che è rappresentativo dei rendimenti dei gestori passivi.

Uno studio condotto da Callan Associates sui risultati di gestione degli ultimi 15 anni negli Stati Uniti indica che per le asset class "core" (azioni e obbligazioni nazionali) i rendimenti della media dei gestori attivi sono stati generalmente inferiori agli indici di riferimento. Tale analisi, inoltre, non tiene conto dei costi di gestione, più gravosi per le gestioni attive. Per identificare i gestori attivi "migliori", cioè coloro in grado di battere sistematicamente i propri benchmark, sono quindi necessarie approfondite tecniche quantitative e qualitative.

La popolarità delle gestioni indicizzate cresce e decresce in funzione delle performance degli indici sottostanti. Per esempio, alla fine degli anni 80, quando i rendimenti dei gestori azionari internazionali attivi tendeva verso il basso, furono affidati molti portafogli a gestori passivi. Tuttavia, non appena i gestori attivi iniziarono a battere l'indice, all'inizio dei '90, vi fu un riflusso di favore nei loro confronti.

I portafogli indicizzati sono l'approccio più comune alla gestione passiva. Disegnati per riprodurre il benchmark, realizzano portafogli diversificati e rappresentativi di ampi mercati a costi contenuti. Teoricamente un portafoglio indicizzato può essere costruito per riprodurre ogni benchmark desiderato. Il mandato conferito a un gestore indicizzato è di replicare le performance dell'indice, senza l'aspettativa di aggiungere valore al benchmark. Il "tracking error" misura il grado di differenza di rendimento fra il fondo e il suo benchmark.

La gestione attiva e passiva rappresentano i due punti estremi di un "continuo" di filosofie d'investimento. Fra tali estremi vi sono forme di gestione ibride che contemperano caratteristiche dell'una e dell'altra strategia. Un approccio ibrido o semi-passivo generalmente combina alcune decisioni "attive" con altre basate su automatismi dell'indice. Un metro di misura per discernere se la filosofia sia più attiva o passiva è data dalla verifica del grado di libertà del portafoglio di deviare rispetto al benchmark. Portafogli ibridi possono avere restrizioni in ordine al numero di titoli posseduti, criteri di capitalizzazione, tolleranze sulle deviazioni dei sub-settori rispetto al benchmark, o pesi assegnati a singoli titoli.

Per esempio, un approccio passivo ibrido nell'azionario potrebbe focalizzarsi sull'identificare azioni attraenti in ogni settore industriale, lasciando all'automatismo, però, il peso dei singoli settori, che sarà lo stesso che essi hanno nel benchmark.

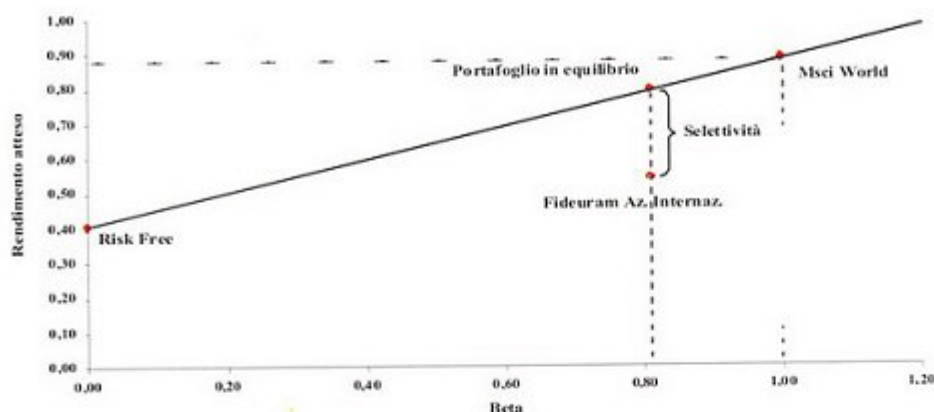
Un altro esempio tipico di strategia ibrida è usato nella gestione azionaria internazionale: i pesi dei singoli paesi sono gestiti attivamente, mentre i singoli titoli sono selezionati passivamente sulla base di specifici indici dei singoli paesi.

Sebbene la gestione passiva abbia guadagnato popolarità, la maggioranza dei portafogli dei fondi pensione sono sempre gestiti attivamente. Una ricerca sull'asset allocation nel '94 di oltre 500 fondi pensione a prestazione definita americani con portafoglio di almeno 500 milioni di dollari, condotta da Callan, indica che solo il 40% di questi fondi utilizza anche la gestione passiva.

Tra quelli che utilizzano la gestione azionaria indicizzata, l'uti-

Grafico 7

Selettività dell'Indice Fideuram Azionario Internazionale



l'assunto che il rendimento di un portafoglio perfettamente diversificato è linearmente dipendente dal suo **Beta** (una misura del rischio di mercato). Senza addentrarci negli aspetti tecnici del modello, si può intuitivamente ricavare, dal grafico 7, che le decisioni gestionali relative all'Indice Fideuram (cosiddetta "Selettività") hanno comportato una perdita di rendimento di -0,252 medio mensile reale rispetto ad un portafoglio perfettamente diversificato (Portafoglio in equilibrio) con lo stesso rischio di mercato (beta 0,81). Infatti, l'Indice avrebbe dovuto generare un rendimento medio mensile reale di 0,796 contro quello effettivamente realizzato: 0,544.

lizzo medio è del 33%, mentre il 17% dei fondi investe con gestione obbligazionaria indicizzata, le quali rappresentano però ben il 42% dei portafogli. L'investimento passivo è più comune tra i fondi più grandi.

Sebbene i fondi pensione stiano sempre più usando la gestione passiva come strumento di complemento alla gestione attiva, è piuttosto inusuale affidare un'intera *asset class* alla sola gestione passiva: la maggioranza dei fondi (60%) non utilizza alcun gestore passivo, e solo l'1% (5 su 500) utilizza solo questi ultimi. **Come costruire un portafoglio passivo?** Vi sono molti approcci fra loro differenti. Il metodo prescelto ovviamente impatta sulla performance risultante. Con l'approccio "full replication" ciascun titolo è acquistato in proporzione al suo peso nel *benchmark*. Nel tempo, i titoli sono comprati e venduti in funzione di nuovi inserimenti o di cancellazioni dall'indice.

Questo approccio garantisce una piena riproduzione del *benchmark* e un bassissimo *tracking error*; giacché il portafoglio tende ad essere la fotocopia del benchmark stesso.

Ci sono, però, almeno tre situazioni che rendono poco pratico questo tipo di approccio:

1. quando l'indice è composto da un ampio numero di titoli,
2. quando alcuni titoli nell'indice sono relativamente illiquidi,
3. quando l'ammontare investito in ciascun titolo è così modesto da rendere scoraggiante il costo relativo.

Cerchiamo di approfondire le alternative pratiche atte a risolvere tale problematica.

Gli approcci a campione ("sampling") sono l'alternativa a quello "full replication". Per esempio, quando il *benchmark* è un indice molto ampio, quale il Wilshire 5000, una riproduzione fedele obbligherebbe ad acquistare e analizzare oltre 6000 titoli. Inoltre, alcuni dei titoli a bassa capitalizzazione inclusi in tale indice sono relativamente illiquidi e quindi più costosi da comprare e vendere.

Il campione "stratificato" e il campione "casuale" sono i due metodi di approccio a campione più utilizzati. Con il campione stratificato, l'universo dei titoli è diviso in insiemi contenenti titoli con simili caratteristiche. Se è replicato, ad esempio, un indice obbligazionario, ciascun insieme potrebbe riflettere il settore, la qualità di credito, la *maturity*, la *duration* e le caratteristiche di coupon e di rimborso. Il portafoglio è costruito selezionando un numero limitato di titoli in ciascun insieme. Quanto più



è accurata la costruzione degli insiemi, tanto meglio è replicato l'indice e quindi contenuto il *tracking error*. In generale, il numero degli insiemi dipende dalla natura, numero e liquidità dei titoli nell'indice.

Un altro possibile approccio è il "campione casuale" ove i titoli sono selezionati casualmente, appunto, tra i titoli che compongono il *benchmark*.

Una terza modalità per costruire il portafoglio è utilizzare un modello di ottimizzazione quadratica per creare un portafoglio con rischio residuale minimo rispetto al *benchmark*. Il vantaggio di questo approccio è che il *benchmark* può essere replicato molto fedelmente utilizzando un numero limitato di titoli, il limite è che il modello, relativamente complicato, utilizza dati storici che potrebbero essere non altrettanto significativi del futuro.

Le gestioni indicizzate "a valore aggiunto" (*enhanced*), che usano *index futures* e opzioni, in aggiunta ai titoli azionari, cercano di creare rendimenti aggiuntivi con limitato rischio incrementale. Il costo per realizzare una tale gestione è basso in funzione delle basse commissioni sul trading dei *futures* e sul loro alto livello di liquidità.

* per gentile concessione de "La rivista dei fondi pensione", gennaio 1998, ed. Cuneo, Callan, Timo e associati srl