

in borsa, oppure in caso di disinvestimento, il risparmiatore potrà essere rimborsato di tutto il capitale versato.

Questa soluzione di investimento sino a qualche tempo fa era possibile solo con le index linked, le polizze assicurative che legano il proprio rendimento all'andamento di uno o più indici di borsa e che alla scadenza ga-

rantiscono almeno il premio versato, oltre a eventuali guadagni derivanti dalla performance in borsa dell'indice di riferimento.

I prodotti *defensive* sono fondi comuni o Sicav che **proteggono il capitale, non lo garantiscono**.

In pratica investono una buona parte del patrimonio in **titoli obbligazionari zero**

coupon, ovvero senza cedola, in modo da poter avere alla scadenza tutto o quasi il capitale nominale dell'investimento. La parte rimanente viene investita in **strumenti derivati**, come *future*, *option* e *warrant*.

E l'eventuale plusvalenza è determinata proprio dalla **gestione attiva** dei derivati (*sulla "gestione attiva" vedi arti-*

colo sotto), dal **timing** esatto di investimento e dalla capacità del gestore.

L'obiettivo dei fondi *defensive* è di rappresentare una valida soluzione di investimento sia per i risparmiatori cosiddetti prudenti che hanno sempre investito nei mercati obbligazionari, sia per gli investitori propensi ai mer- ➤

I GESTORI? Più attivi che passivi

di Claudio Grossi e Gaetano Megale
PRODOTTA

Il **benchmark** fa dibattere il mondo della gestione ed ha innescato un confronto molto utile per gestori, operatori (bancari o promotori finanziari) ed investitori.

Il dibattito, che si è svolto sulle pagine de *Il Sole-24 Ore*, è iniziato, il 22 luglio scorso, con una "accusa" di **Alberto Foà**, amministratore delegato di Anima SGR, diretta alla quasi totalità della comunità dei gestori italiani dei fondi azionari ed in parte di quelli obbligazionari: "... i fondi italiani sono tutti indicizzati, gestiti in modo passivo... lo può constatare chiunque costruendo un grafico sull'andamento delle performance... le varie curve tendono a scostarsi di poco od a accavallarsi", inoltre "... essendo un servizio a costi di gran lunga inferiore... le società fanno pagare una gestione passiva al prezzo di una attiva. Ed il fatto che la maggior parte del mercato è indicizzato pone i gestori al riparo da critiche".

Il giorno successivo è comparsa una pronta replica dell'amministratore delegato di Deutsche Bank Fondi, **Mario Noera**, che ha affermato: "il fatto che nelle fluttuazioni di rischiosità molti fondi si comportino come il *benchmark* dichiarato dice poco. Può significare soltanto che sono fondi attivi che non hanno avuto successo. Dopo di che il cliente può reclamare e chiudere il conto. Ma non significa che il gestore ha barato". Più avanti Noera esprime un timore: "non vorrei che l'adozione obbligatoria del *benchmark*, verso cui stiamo andando, diventi sinonimo di gestione passiva. Il *benchmark* è solo un indice di rischiosità".

L'interessante dibattito si fonda su due presupposti, ritenuti impliciti e dimostrati da Foà, che assumono una rilevanza tecnica fondamentale: **1) i**

fondi italiani sono (quasi) tutti indicizzati? e, **2) il benchmark implica una gestione passiva, uniforme e omologante?** A questi quesiti vorremmo dare un modesto contributo tecnico.

Per quanto riguarda il primo interrogativo, segnaliamo due contributi non convergenti, pubblicati su *Il Sole-24 Ore*. Infatti, **Andrea Beltratti** e **Renato Miraglia** (28 luglio), in base all'analisi della dispersione dei rendimenti dei fondi, si sono orientati a sostenere l'ipotesi che i fondi italiani, nel complesso, non siano indicizzati.

Rony Hamoui e **Marco Ratti** (5 agosto), invece, analizzando i fondi azionari italiani, ed il loro *tracking error* verso l'indice Comit (l'errore percentuale medio dei vari fondi verso l'indice) sono pervenuti ad una conclusione opposta: i fondi tendono ad essere, se non propriamente indicizzati, perlomeno a rischio controllato.

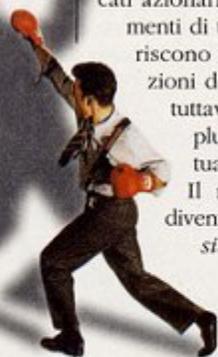
Le nostre precedenti analisi effettuate sui fondi comuni italiani, con diversi approcci metodologici quantitativi, hanno generalmente evidenziato un approccio attivo da parte dei gestori italiani.

Più in particolare facciamo riferimento all'analisi pubblicata su *Investire* del luglio '98, in cui venivano valutati 352 su 385 fondi italiani con una serie storica di almeno 36 osservazioni; 33 fondi non furono ammessi all'analisi (pari a circa il 9%) perché non era possibile individuare, in termini significativi, una stabile strategia di investimento dovuta ai mercati. Le performance totali dei fondi furono scomposte, mediante un modello di *performance attribution* ispirato a Brinson, Hood e Beebower ed utilizzando la *style analysis* di Sharpe, nei rendimenti connessi alle attività

squisitamente gestionali: a) **Timing**: performance differenziali dovute all'abilità del gestore nel realizzare una diversa composizione dell'*asset class* (monetario, obbligazionario, azionario) verso l'*asset class* del comparto di appartenenza (*peer group*); b) **Style Selection**: performance differenziali dovute alla abilità del gestore nel realizzare una diversa composizione dei singoli mercati (*asset allocation*) all'interno dell'*asset class*, verso l'*asset allocation* del comparto di appartenenza; c) **Altro**: performance differenziali dovute ad una componente non spiegabile con le tipologie gestionali "classiche" vs. i mercati; d) **Selettività**: performance differenziali dovute all'abilità del gestore di realizzare un extrarendimento rispetto ai mercati mediante una selezione dei titoli, verso quella realizzata dal comparto di appartenenza.

L'analisi evidenzia una apprezzabile dispersione dei rendimenti (vedi tabella a pag. 42) che tende a dimostrare la tesi del generale approccio attivo dei gestori italiani. Inoltre, avendo effettuata la stessa analisi sull'insieme delle Sicav (pubblicata su *Investire* dell'ottobre '98), 246 su 380 (i comparti esclusi risultavano pari al 35%), e confrontando i dati di rendimento medio e deviazione standard di ciascuna fonte gestionale (tabella 1) è possibile avere una conferma indiretta della ipotesi (a meno di ipotizzare che anche i gestori delle Sicav siano "passivi") in quanto, anche se il numero dei campioni è dissimile, i valori tendono ad essere simili (vedi tabella a pag. 42).

Per quanto riguarda l'altro quesito (il *benchmark* implica una gestione passiva priva di valore aggiunto, uniforme e omologante?) le cose sono infinitamente più complesse di come



cati azionari, ma che in momenti di turbolenza preferiscono attenuare correzioni degli indici, senza tuttavia rinunciare alle plusvalenze di eventuali rialzi.

Il rischio è di far diventare i fondi *defensive* una specie di **antidoto all'andamento dei mercati azionari**: infatti non sono in grado di evitare le perdite in caso di crollo delle borse internazionali, ma possono limitarle, cercando in qualche caso anche di azzerarle.

Ogni tre o sei mesi, secondo le disposizioni della società

che colloca i fondi *defensive*, scatta un meccanismo finanziario che **protegge non meno del 90% del capitale**. Ed è possibile proprio perché i gestori impiegano questa quota in zero coupon bond e il restante viene utilizzato investendo in opzioni sugli indici di borsa. La maggior parte delle volte la **soglia minima di sottoscrizione** è fissata in 5 o 10 milioni, ma è possibile anche effettuare la formula "Pac" dell'investimento periodico con **rate** che possono partire anche da 300.000 lire.

L'OFFERTA IN ITALIA

Detengono il primato di presenza in Italia i fondi **Medio-**

lanum Defender della Mediolanum international fund, società di gestione di diritto irlandese della Banca Mediolanum.

Sono presenti sul mercato italiano già da qualche tempo anche i **Proequity** della Scudder global opportunities funds, la Sicav dell'omonima società di gestione che fa capo al gruppo Zurich: sono i fondi che hanno meglio performato da gennaio a luglio (vedi *tabella a pag. 39*). Risale addirittura a ottobre '97 il lancio di **Eurobridge**, la prima Sicav in ordine di tempo offerta da Fondigest, ora **Intesa asset management**.

E proprio in autunno è previsto il lancio di un altro prodotto analogo targato Intesa. **Etruria fund-**

Dinamic floor è, invece, nato dalla collaborazione tra la Banca popolare dell'Etruria e del Lazio e la Brinson del gruppo UBS. È un fondo multicomparto di diritto lussemburghese con un comparto cosiddetto **Dinamic floor** che consente di investire in tutti i mercati finanziari senza rischiare di perdere il capitale iniziale.

Novara Aquilone Equity controlled risk Italia è un ulteriore comparto di investimento a capitale protetto: lanciato in Italia nel corso del '99 fa parte della gamma di fondi di Novara Aquilone, la Sicav nata dalla collaborazione tra la Banca Popolare di Novara e l'UBS.

Questo fondo tende a seguire l'andamento del Mib30 limitando le eventuali perdite e

FONDI E SICAV: NON SONO PASSIVI

	Timing	Style Selection	Altro	Selettività netta
FONDI ITALIANI (352)				
Media	-0,079	0,021	0,042	0,058
Deviazione Std.	0,251	0,178	0,140	0,258
SICAV (246)				
Media	-0,038	-0,003	0,022	0,018
Deviazione Std.	0,171	0,162	0,099	0,280

Foà le presenti. E non solo perché una gestione "passiva" implichi comunque una professionalità gestionale di elevato livello (un software, naturalmente, non fa un gestore quantitativo ma rappresenta in sé solo un banalissimo ed inutile strumento) ma anche perché il perseguimento di una migliore efficienza gestionale può essere realizzato mediante tecniche tipicamente attive (*benchmark timing, tactical asset allocation, dynamic asset allocation, dynamic hedging, time invariant strategies...*) oltre alla ricerca e l'analisi fondamentale.

Va in questa direzione l'intervento di **Gianluca La Calce** e **Antonio Verna**, di Imi Fideuram asset management, sul *Sole-24 Ore* (7 agosto), in cui si afferma, testimoniando il proprio approccio, che il valore aggiunto gestionale verso un benchmark può essere determinato da una "asset allocation attiva, con l'utilizzo di un modello quantitativo...che consente una superiore gestione del rischio...ed una massimizzazione delle probabilità di

raggiungimento degli obiettivi finanziari prefissati...un risultato che, alla fine, è quello che il cliente chiede al gestore".

Il punto di ulteriore riflessione sta proprio nell'ultima frase: cosa chiede il cliente al gestore? Le alternative possono essere diverse: una gestione accurata del rischio, una gestione finalizzata ad ottenere performance sensibilmente superiori al mercato (con l'inevitabile incremento del rischio) od una gestione efficiente che contemperì i due aspetti?

Per questo è importante che il cliente possa comprendere i "trade off" delle alternative, laddove è necessario che il gestore dichiari anticipatamente il proprio orientamento, utilizzando le tecniche gestionali che crede. Ciò rappresenta il legittimo ambito di autonomia professionale del gestore.

In ultima analisi quello che conta è il risultato dell'attività che può essere valutato in maniera trasparente, in termini di profilo rischio-rendimento, solo mediante l'adozione di un benchmark.

Ed a questo proposito il dibattito è diventato duro con un atto di accusa (*Il Sole-24 Ore*, 31 luglio) di **Pietro Giuliani**, amministratore delegato di Azimut (nella foto), totalmente avverso al benchmark ed al suo significato "culturale": "al risparmiatore non importa niente del benchmark. Il risparmiatore ha una sola esigenza: affidarsi ad un gestore esperto sapendo che, dopo un certo tempo, accettando un certo rischio, potrà ottenere un guadagno". **In primo luogo sarebbe opportuno stabilire che ciò che interessa o no al risparmiatore è bene che sia il risparmiatore a deciderlo.** Certo, vi possono essere risparmiatori orientati a delegare, ma altri possono essere orientati a tenere sotto controllo il rischio degli investimenti ed anche a partecipare (con il supporto del consulente) alla definizione dei propri progetti d'investimento (con le metodologie quantitative, ciò è possibile). Non necessariamente l'investitore deve essere consapevole e razionale, se ciò è frutto di una sua libera scelta e non di una mancanza di alternative. **In ogni caso rimane il problema, secondo noi di difficile soluzione, di come il risparmiatore possa riconoscere un gestore esperto a cui affidarsi, che dopo un certo (quale?) tempo, accettando un certo (quanto?) Cosa**

con una strategia di portafoglio orientata a coprire le fluttuazioni di borsa. Sempre nel corso del '99 è stato lanciato un altro prodotto di questo tipo: **Lion Oblig securité**, fondo di diritto francese gestito dal Crédit Lyonnais e distribuito in Italia dal Credito bergamasco.

L'esordio in Italia per Schroeders risale a maggio e si tratta del comparto **European Defensive** della Sicav di diritto lussemburghese Sif, Schroeder international selection fund. L'obiettivo di investimento del comparto è conseguire una crescita del capitale sul lungo termine tramite investimenti nei principali mercati azionari europei, limitando eventuali perdite di capitale alla fine di ogni trimestre al 5%

del valore patrimoniale netto d'inizio trimestre. Al termine di ogni periodo di protezione il comparto **European Defensive** intende proteggere il 95% del valore patrimoniale netto per azione calcolato all'inizio del trimestre qualunque sia il calo registrato dai mercati azionari europei nel corso dei tre mesi. Oltre al prezzo dell'azione, Nav, viene anche pubblicato un prezzo minimo, il *floor price*, che rappresenta per gli investitori la quotazione minima per poter rivendere le azioni al termine del periodo di protezione.

2 AZIONI, 2 OBIETTIVI

Il capostipite dei fondi a capitale protetto, **Mediolanum Defender**, è un fondo di diritto irlandese armonizzato Ue e

quindi si può collocare in tutta Europa ed è valutato in lire italiane per verificare ogni settimana il valore della quota.

I fondi **Defender** sono un investimento a doppia azione con due obiettivi: partecipare ai risultati positivi delle borse internazionali o salvaguardare periodicamente i risparmi del sottoscrittore quando i mercati azionari perdono, beneficiando, in ogni caso, dei rendimenti dei titoli obbligazionari.

La strategia inventata da Mediolanum si basa sulla formula delle 5D, una regola che suggerisce al risparmiatore i cinque modi di diversificare il proprio investimento: la diversificazione temporale, tra titoli, la diversificazione geografi-

ca, sui mercati e infine quella su una pluralità di strumenti. Un ulteriore elemento di forza dei fondi **Defender**, un marchio registrato da Mediolanum, consiste nella possibilità di disinvestire in qualsiasi momento.

Infatti uno dei limiti delle polizze *index linked* è rappresentato proprio dal fatto che hanno un limite di tempo per smobilizzare la posizione.

Ma con i fondi **Defender** è possibile richiedere il rimborso dell'investimento a costi zero.



GESTORI: il benchmark è una cosa seria

significa basso, medio, alto?) rischio, potrà ottenere un guadagno (quale è il parametro che consente di misurare la qualità del risultato? La soddisfazione soggettiva del cliente? Il rispetto della promessa di rendimento? O le alternative d'investimento che sono risultate, ex post, più redditizie e che il gestore non ha saputo cogliere?). In seguito Giuliani afferma che "la corrente di pensiero che predica l'uniformità di gestione trova nel *benchmark* il suo punto di riferimento".

Non sappiamo, francamente, se esista o meno una tale corrente di pensiero, che spinga verso l'omologazione e la deresponsabilizzazione. Ma non è corretto scagliarsi contro la funzione essenziale del *benchmark* per contestare eventuali strumentalizzazioni: è come gettar via il bambino con l'acqua sporca. I prodotti gestiti possono avere un medesimo *benchmark*, ma possono avere diverse *asset allocation* oppure possono avere differenti *benchmark*, più o meno efficienti, addirittura rispetto alla medesima area di investimento.

Ed ancora, i risparmiatori possono avere diversi *benchmark* ed addirittura lo stesso risparmiatore può avere diversi progetti di investimento con diversi *benchmark*.

L'introduzione e l'uso esteso del *benchmark* può significare proprio

l'opposto di ciò che teme Giuliani, in aggiunta alla necessaria trasparenza delle attività di gestione per il risparmiatore.

A tal proposito è singolare come la necessità del *benchmark*, e quindi della trasparenza, stia emergendo finanche per gli *hedge fund*, fondi speculativi per eccellenza: **Credit Suisse First Boston** e **Tremont Advisors** hanno annunciato la costruzione di una serie di indici che dal 2000 faranno da *benchmark* degli *hedge fund*.

In seguito Giuliani afferma: "al risparmiatore non serve: non lo protegge da alcunché. Serve alla clientela istituzionale, a una fondazione, a un'azienda". Viene da chiedersi: perché al risparmiatore non servirebbe valutare ex ante il "rendimento obiettivo" (interpretazione del *benchmark* di Giuliani) o il grado di rischio di un prodotto gestito? Per quale motivo servirebbe invece solo alla clientela istituzionale? La risposta si può cogliere più avanti: "il *benchmark* - dice Giuliani - è un ferro del mestiere... che debbono maneggiare gestori e venditori di fondi per far bene il loro lavoro. Ma non è con il *benchmark* che si rende un servizio al cliente, non si curano i suoi interessi addottrinandolo sulle tecniche di gestione..." Supponiamo che la riserva di Giuliani sia nel fatto che il rispar-

miatore non sia competente (come un istituzionale) e non va neanche "addottrinato sulle tecniche di gestione".

La soluzione che ha proposto Giuliani "fondi flessibili, fondi senza *benchmark*... con cui il sottoscrittore dà carta bianca al gestore perché sia libero di cogliere qualsiasi opportunità di mercato" è una scelta totalmente coerente con la sua posizione. In ogni caso, investire per un risparmiatore è innanzi tutto un atto di cultura e la comprensione del funzionamento dei mercati finanziari e delle alternative di gestione può essere la strada per una pianificazione razionale e consapevole delle proprie risorse, per il raggiungimento dei propri obiettivi.

E dove finisce il confronto "ideologico" comincia la scelta di un legittimo posizionamento competitivo verso il mercato che non è opportuno affrontare qui come discorso. Ognuno, ovviamente, può scegliere quali target di clientela avvicinare, quali metodologie di vendita implementare, quali stili di gestione da seguire. Il gioco del mercato è anche questo.