

PAGELLE PER I FONDI TRA SEMPLIFICAZIONE E REALTÀ

L'efficienza della gestione e l'efficienza del benchmark. Un criterio-guida per valutare.

“Non ho ancora incontrato nessun problema, per quanto complicato, che considerato nella giusta luce non si sia rivelato ancora più complicato”. La massima è dello scrittore Paul Anderson e la **valutazione dei fondi comuni** rappresenta proprio un caso significativo per comprendere questa massima.

GRADUATORIE, MA...

Infatti, partendo da una delle più **straordinarie semplificazioni** della valutazione dei fondi, che consiste nella graduatoria dei “primi 10 fondi a tre anni”, o dei “primi 10 fondi a tre mesi”, indipendentemente dai mercati di riferimento, ci si potrebbe chiedere: quale indicazione si può trarre da questa informazione? Un risparmiatore o un operatore ingenuo potrebbe interpretarla come un suggerimento alla sottoscrizione, magari a dispetto dell'intenzione dell'autorevole proponente, che potrebbe essere quella di offrire solo un dato storico, privo di utilità per il futuro.

Ma per essere più incisivi, traduciamo l'esempio in forma più banale: **è migliore un fondo che ha realizzato una performance del 50% o del 20%?**

E' evidente che, in mancanza di altre informazioni, la valutazione positiva si dovrebbe orientare sul primo. Come è evidente l'inutilità, o la nocività, della domanda e

SGR: LE MIGLIORI & LE PEGGIORI

Dalla tabella a pagina 23 è possibile anche estrapolare qualche dato relativo alle migliori e peggiori società di gestione. **DWS Investments Italy Sgr** (Deutsche Bank) spicca fra i “top” con 6 primi posti, ma sventa anche in negativo con altrettante posizioni peggiori.

Tra le Sgr virtuose si segnalano **Anima Sgr** (2 primi posti), **Bipiemme Gestioni Sgr** (2), **Ras Asset Mgmt Sgr** (2, ma 1 posizione peggiore) e **UniCredit Fondi** (2, ma altrettante peggiori). Tra le Sgr non virtuose **Nextra IM Sgr** (gruppo Banca Intesa) con 3 fondi classificati fra i

peggiori (e soltanto uno fra i “top”), **Finenco AM Sgr** (gruppo Capitalia) con ben 4 fondi “down” e nessuno al “top”.

Fra le peggiori ci sono anche Sgr di piccole dimensioni e con pochi fondi, come **Zenit Sgr**, che “brilla” in negativo con Zenit Azionario.

4 GUIDE CONSOB

Sul sito www.consob.it sono disponibili da fine maggio 4 opuscoli rivolti a chi vuole investire, in modo consapevole, in fondi comuni. “Investire in fondi”, “Guida alla lettura del prospetto informativo”, “Guida alla lettura dei documenti contabili” e “I fondi: conoscerli di più per investire meglio” sono gli utilissimi argomenti trattati. Compare sul sito anche un “Calcolatore” delle commissioni pagate al gestore.

della risposta, per almeno due motivi.

Il primo si riferisce alla **inopportunità di presentare le performance in sé**, senza rapportarle al grado di rischio assunto per ottenerle. A tal proposito sarebbe **necessario rappresentare il “grado di efficienza”**, ossia il **rapporto tra performance e rischio**, che permette di comprendere quanto rendimento è stato generato per unità di rischio.

Il secondo motivo è quello relativo al fatto che, con mercati di riferimento diversi, ad esempio azionario e obbligazionario, la valutazione poggerrebbe su presupposti davvero stravaganti. Quest'ultima riflessione porta ad affermare che **le graduatorie dei fondi devono, in primo luogo, essere orga-**

nizzate per “comparti” che sottintendono uno stesso mercato di riferimento come, ad esempio, quelli definiti da Assogestioni, anche se il problema si ripresenta per alcuni comparti disomogenei (Azionari Paese o Settoriali). Ciò sembra ridare alla valutazione una sua valenza, anche se esclusivamente relegata alla registrazione storica delle performance. Purtroppo anche questa soluzione, osservandola da vicino, potrebbe apparire ancora una semplificazione. Facciamo una premessa. Quale informazione si vuole ricavare da una graduatoria di fondi del medesimo comparto?

INGENUITÀ

La risposta ingenua è: **individuare il “miglior gestore” sul periodo conside-**

rato. Questa risposta non tiene conto del fatto che un qualsiasi fondo è composto da due diverse componenti interagenti: il **mercato di riferimento**, il **benchmark** del fondo, e l'**attività gestionale**. Il punto critico è che l'aggregazione dei fondi in un comparto non implica che il **benchmark** sia il medesimo per tutti i fondi. Questa precisazione suggerisce che una valutazione corretta del fondo dovrebbe contemplare una duplice analisi: del **benchmark** proposto dal gestore come mercato di riferimento e dell'**attività gestionale** verso il **benchmark**, laddove ambedue le variabili potrebbero essere valutate mediante il rapporto di efficienza.

A questo punto si potrebbero avere diverse combinazioni di risultati da valu- ➤

24 FONDI "TOP" E 24 FONDI "DOWN"

CATEGORIA FIDEURAM	EFFICIENZA MEDIA GESTIONE	SOCIETÀ DI GESTIONE	DENOMINAZIONE FONDO	RAPPORTO DI EFFICIENZA GESTIONE	RAPPORTO DI EFFICIENZA BENCHMARK
FC Az. Altre Specializz.	0,00	Generali Asset Mng. SGR	Generali Asset Mng. SGR G.P. Special	0,144	-0,059
		UniCredit F-SGR	UniCredit F-SGR UniCredit Pharmachem A	-0,015	-0,042
FC Az. America	0,00	Anima SGRpa	Anima SGRpa Anima America	0,276	-0,030
		Azimut SGR SpA	Azimut SGR SpA Azimut America	-0,169	-0,025
FC Az. Area Euro	0,00	Leonardo SGR SpA	Leonardo SGR SpA Leonardo Euro	0,183	-0,050
		Nextra Inv.Mng SGR SpA	Nextra Inv.Mng SGR SpA Nextra Europa Index	0,074	-0,032
FC Az. Europa	0,00	Bipiemme Gest. SGR SpA	Bipiemme Gest. SGR SpA Bipiemme Iniziat.Europa	0,432	-0,077
		DWS Inv. Italy SGR SpA	DWS Inv. Italy SGR SpA F&F Select 50 Europa	-0,232	-0,082
FC Az. Internaz.(TS)	0,00	Ras Asset Mang. SGR SpA	Ras Asset Mang. SGR SpA Ras Blue Chips	0,289	-0,066
		Fineco Asset Mng.SGR	Fineco Asset Mng.SGR Int.Stock Management	-0,095	-0,065
FC Az. Italia	0,00	Ersel Asset Mng.SGR SpA	Ersel Asset Mng.SGR SpA Fondersel Italia	0,224	-0,017
		Zenit SGR SpA	Zenit SGR SpA Zenit Azionario	-0,132	-0,015
FC Az. Pacifico	0,00	Nextra Inv.Mng SGR SpA	Nextra Inv.Mng SGR SpA Nextra Az.Giappone	0,348	-0,101
		DWS Inv. Italy SGR SpA	DWS Inv. Italy SGR SpA F&F Select 50 Oriente	-0,021	-0,034
FC Az. Paese	0,00	DWS Inv. Italy SGR SpA	DWS Inv. Italy SGR SpA F&F Select Germania	0,373	-0,077
		DWS Inv. Italy SGR SpA	DWS Inv. Italy SGR SpA Dws Parigi	0,062	-0,008
FC Az. Paesi Emergenti	0,00	Ras Asset Mang. SGR SpA	Ras Asset Mang. SGR SpA Ras Emerg.Mkts Eq.Fund	0,189	-0,027
		DWS Inv. Italy SGR SpA	DWS Inv. Italy SGR SpA Dws Az.Emergenti	-0,015	-0,026
FC Az. Settoriali	0,00	DWS Inv. Italy SGR SpA	DWS Inv. Italy SGR SpA F&F Sel. Nuova Finanza	0,276	-0,042
		Azimut SGR SpA	Azimut SGR SpA Azimut Generation	-0,152	-0,036
FC Bilanciati (Az)	0,00	DWS Inv. Italy SGR SpA	DWS Inv. Italy SGR SpA F&F Lagest Portfolio 3	0,121	-0,048
		Fineco Asset Mng.SGR	Fineco Asset Mng.SGR Romagest Prf.Dinamico	0,049	-0,058
FC Bilanciati (Bil)	0,00	DWS Inv. Italy SGR SpA	DWS Inv. Italy SGR SpA Dws Fin.Personale 25	0,311	-0,030
		UniCredit F-SGR	UniCredit F-SGR UniCredit Bil.Europa A	-0,250	0,013
FC Bilanciati (Obb)	0,00	DWS Inv. Italy SGR SpA	DWS Inv. Italy SGR SpA Dws Fin.Personale 15	0,269	0,020
		Fineco Asset Mng.SGR	Fineco Asset Mng.SGR Romagest Prf.Moderato	-0,077	0,089
FC Flessibili	0,00	Monte Paschi AM SGR SpA	Monte Paschi AM SGR SpA Ducato Flex 60	0,117	-0,016
		Azimut SGR SpA	Azimut SGR SpA Azimut Trend Italia	0,003	-0,009
FC Fondi di Liq.Ar.Euro	0,00	SAI Investment.SGR SpA	SAI Investment.SGR SpA Sai Liquidita'	0,600	0,882
		Fideuram Fondi SpA	Fideuram Fondi SpA Fideuram Moneta	-2,127	0,808
FC Ob. Altre Specializz.	0,00	Sanpaolo IMI AM SGR SpA	Sanpaolo IMI AM SGR SpA Spaulo Obb.Est.Etico	0,156	0,197
		Fineco Asset Mng.SGR	Fineco Asset Mng.SGR Romagest Prf.Conservat.	-0,389	0,521
FC Ob. Area Dollaro	0,00	Bipiemme Gest. SGR SpA	Bipiemme Gest. SGR SpA Bipiemme US Bond	0,068	0,183
		DWS Inv. Italy SGR SpA	DWS Inv. Italy SGR SpA Dws Dollari	-0,201	0,169
FC Ob. Area Euro B Trm	0,00	UniCredit F-SGR	UniCredit F-SGR UniCredit Monetario A	0,272	0,808
		Nextra Inv.Mng SGR SpA	Nextra Inv.Mng SGR SpA Nextra Euro Tasso Var.	-1,575	0,935
FC Ob. Area Euro M/L Trm	0,00	Azimut SGR SpA	Azimut SGR SpA Azimut Fixed Rate	-0,027	0,394
		Aletti Gestielle SGR	Aletti Gestielle SGR Gestielle MT Euro	-0,780	0,387
FC Ob. Area Europa	0,00	UniCredit F-SGR	UniCredit F-SGR UniCredit Ob.Europa A	0,181	0,506
		Eptafund SpA	Eptafund SpA Epta Europa	-0,465	0,341
FC Ob. Area Yen	0,00	Capitalgest SGR SpA	Capitalgest SGR SpA Capitalgest Bond Yen	0,000	0,061
		Sanpaolo IMI AM SGR SpA	Sanpaolo IMI AM SGR SpA Sanpaolo Bonds Yen	-0,095	0,061
FC Ob. Internazionali	0,00	DWS Inv. Italy SGR SpA	DWS Inv. Italy SGR SpA F&F Lagest Obb.Internaz	0,219	0,208
		Ras Asset Mang. SGR SpA	Ras Asset Mang. SGR SpA Ras Bond Fund	-0,453	0,197
FC Ob. Misti	0,00	Anima SGRpa	Anima SGRpa Anima Fondimpiego	0,249	0,142
		Nextra Inv.Mng SGR SpA	Nextra Inv.Mng SGR SpA Teodorico Msto Internaz	-0,472	0,172
FC Ob. Paesi Emergenti	0,00	Eptafund SpA	Eptafund SpA Epta High Yield	0,084	0,093
		DWS Inv. Italy SGR SpA	DWS Inv. Italy SGR SpA F&F Emerg.Markets Bond	-0,010	0,107

TUTTE LE CONDIZIONI DELL'ANALISI

I dati riportati nella tabella accanto sono derivati da una ricerca effettuata da Progetica (febbraio 2003) relativa ad una questione che, per certi versi, è ancora controversa: **i fondi comuni italiani sono indicizzati o attivi?** La ricerca rappresenta un contributo al tema, fornendo dati e strumenti razionali dell'interpretazione del fenomeno in Italia, mediante una valutazione comparativa per comparti, per OICR e per società di gestione. I lettori interessati a ricevere i contenuti della ricerca (verrà inviata tramite posta elettronica - in formato pdf - 2,09 MB) possono richiederli a: info@progetica.com

Le analisi relative alla efficienza gestionale sono state realizzate su 36 performance settimanali (dal 05/06/2002 al 12/02/2003), in regime di reinvestimento dei proventi e in Euro, ed interessano i fondi comuni italiani con almeno 36 osservazioni.

L'orizzonte temporale è ritenuto adeguato per analizzare più finemente la componente gestionale che ha caratteristiche di alta variabilità e non persistenza.

L'analisi relativa al grado di efficienza dei benchmark è stata effettuata su una base di 60 performance reali dal 28/02/1998 al 31/01/2003.

tare. Metaforicamente la situazione potrebbe essere quella di dover valutare le prestazioni di **atleti di salto in alto**: in questi termini, è migliore l'atleta che si propone di saltare più in alto (un benchmark più efficiente) e non ci riesce (efficienza negativa della gestione) oppure l'atleta che pone l'asticella più in basso (benchmark meno efficiente) per poi saltarla con qualche apprezzabile margine (efficienza positiva della gestione)?

Qualcuno potrebbe trarre spunto da questa domanda per affermare che, tutto sommato, sarebbe meglio scegliere l'atleta che salta più in alto e basta; fuori della metafora, scegliere il fondo che ha realizzato il maggior rendimento in assoluto. Purtroppo anche questa è **una visione che semplifica troppo la questione**.

Infatti il grado totale di rischio e di rendimento, di un fondo deve essere scisso nelle due componenti fondamentali: **rischio di mercato** (relativo al benchmark) e **rischio specifico** (relativo all'attività gestionale).

A questo proposito la letteratura sperimentale statunitense ha evidenziato che la com-

ponente più stabile nel tempo è quella relativa al mercato; mentre grado di attività e di risultati del gestore non presentano una persistenza apprezzabile nel tempo. Dunque ciò comporta che è importante valutare il grado di attività del gestore ed il peso di questa componente sul grado di rischio totale. L'importanza di questa tesi è maggiormente comprensibile immaginando di dover valutare due fondi, verso lo stesso benchmark e con uguale risultato di gestione, laddove l'uno presenta alta variabilità dovuta all'attività del gestore (*tracking error variability*); mentre l'altro risulta molto stabile verso il benchmark: quale scegliereste?

E' evidente che, a parità di condizioni, **la scelta razionale è quella del fondo con minore rischio** ed è per questo che si cerca di "normalizzare" questi confronti valutando gli indici di efficienza delle singole componenti e metterle in qualche rapporto tra loro.

Per avere il senso concreto di tutte queste "speculazioni" è utile osservare i risultati di una analisi, effettuata sui fondi comuni italiani (vedi box sopra per le condizioni di ana-

lisi), riportati nella tabella a pagina 23.

Per ciascun comparto Asso-gestioni sono stati individuati i fondi comuni con la migliore e la peggiore efficienza gestionale, nonché la media per comparto. Il campo di variazione dei valori risulta apprezzabile e sembra che i risultati non lascino spazio a dubbi circa la valutazione dei migliori gestori. In realtà, come abbiamo sottolineato, il procedimento di valutazione deve tenere conto anche del grado di efficienza del ben-

chmark di ciascun fondo, riportato nell'ultima colonna in tabella. Infatti, analizzando le relazioni tra efficienza della gestione e del benchmark, la valutazione si arricchisce di nuovi elementi: la correlazione tra le due variabili (-0,50) risulta negativa e altamente significativa (al 3 per diecimila!). Ciò significa che all'aumentare dell'efficienza del benchmark, l'efficienza gestionale si riduce (la regressione tra le due variabili indica che per ciascuna unità di efficienza del benchmark l'efficienza gestionale si riduce di circa 0,80). Crediamo che il ragionamento che abbiamo proposto dimostri la necessità di approcciare il tema della valutazione dei fondi in maniera corretta, anche a costo che ciò debba avvenire a scapito della "semplicità". Infatti, più che di dati e di graduatorie semplici-semplici, occorre un reale approccio professionale ai temi dell'investimento.

di **Claudio Grossi,**
Gaetano Megale
Progetica

FONDI: MAGGIO POSITIVO

E' durato solo un mese il ritrovato entusiasmo dei risparmiatori italiani per i fondi azionari. A **maggio**, pur continuando il **saldo positivo della raccolta** (+3.661,3 milioni di Euro, con un +16.476,4 milioni nei primi cinque mesi dell'anno) la categoria in questione è tornata in rosso (-401,7 milioni). Il mese è stato segnato dal "boom" dei **prodotti obbligazionari** (+2.356,5 milioni) e dal buon andamento di flessibili (+751,1 milioni) e prodotti di liquidità (+1.333,7 milioni). Intanto nel primo trimestre di quest'anno i fondi esteri distribuiti in Italia hanno visto un saldo di raccolta negativo per 971 milioni di Euro: brilla per raccolta **Deutsche Bank** con 188,8 milioni, bene **American Express** (101,3) e **Janus** (33,1). Male **Morgan Stanley** (-163,3), **JP Morgan Investment Funds** (-134,6) e **Credit Suisse** (-102,4). Ad aprile, infine, l'industria del risparmio gestito ha registrato un patrimonio di 798,1 miliardi (+2,05% su marzo).