

## ANALISI &amp; OPINIONI

*Il ruolo del benchmark in ambito gestionale*

DI GAETANO MEGALE  
*presidente di Prog&tica*  
 E GIORGIO ANGIOLINI  
*consigliere di Savesim*

Con grande interesse e preoccupazione osserviamo l'emergere di un dibattito sul benchmark in ambito gestionale. Interesse dal punto di vista dell'investitore e del suo consulente perché la conoscenza del benchmark è assolutamente necessaria per una comparazione dei rendimenti e di una coerente asset allocation.

Preoccupazione perché l'approccio ci pare fuorviante circa un corretto inquadramento del problema in quanto ci si sta avvicinando al rapporto benchmark-gestione vedendo la sua funzione di valutazione della performance, mentre è assolutamente preminente la sua funzione di governo dell'intero processo di investimento. Ma qual è l'esatto benchmark? Si suggerisce: quello precedentemente comunicato al sottoscrittore. Ma proprio questo è il punto debole della proposta, in quanto non risulta che i gestori italiani si impegnino, contrattualmente, a seguire e/o battere un benchmark definito in tutte le sue caratteristiche operative. I responsabili dei fondi italiani, infatti, si impegnano all'interno di limiti che, francamente, sembrano eccessivamente ampi e persino indefiniti. Il dramma è che il più delle volte il benchmark è un benchmark interno che, generalmente, non viene comunicato al sottoscrittore oppure viene variato di frequente confondendolo o sovrapponendolo all'asset allocation del fondo stesso.

Per la performance evaluation si potrebbe allora definire tout court un benchmark oggettivamente correlato con la classe dei fondi sotto analisi: per esempio, per i fondi azionari italiani si potrebbe assumere l'indice Comit. Ma a nostro avviso ciò rap-

presenta una scelta metodologicamente non corretta, che conduce a conseguenze aberranti in quanto i vincoli gestionali dei fondi consentono strategie molto differenziate, al punto di essere assolutamente non correlate con l'indice in questione.

La dimostrazione sta nel fatto che, secondo le nostre elaborazioni, la migliore strategia di investimento del comparto azionario negli ultimi 36 mesi è rappresentata, all'interno dei limiti consentiti, solo dal 10% dell'indice Comit, dal 40% del Financial Times act world index e dal 50% del Jp Morgan Italia! Ci sembra, dunque, che in mancanza della necessaria trasparenza la metodologia di valutazione meno scorretta possa essere proprio questa: valutare le performance dei fondi confrontandole con la migliore strategia di investimento di periodo (appunto il benchmark) definita ex post. In realtà ciò è valido per il gestore trader ma scorretto per il gestore passivo che, pur riuscendo a seguire il suo riferimento, verrebbe ingiustamente penalizzato da questa modalità di valutazione.

Fortunatamente esistono negli Usa modelli che hanno già affrontato questo tipo di problemi. A tal proposito, si propone di valutare l'impiego, opportunamente adattato, della Style analysis elaborata da William Sharpe, che consente di determinare lo stile del gestore e quindi il benchmark che ha volontariamente o involontariamente seguito. Si potrà quindi individuare il valore aggiunto della sua attività di gestione attiva definito come differenza tra il rendimento complessivo dei fondi e quello del suo peculiare stile. Questa è però una riflessione di retroguardia e ben altro è il problema, in particolare quello della vera funzione del processo d'investimento, in quanto ogni investitore ha un suo benchmark personale che non corrisponde a quello dei

fondi e delle attività finanziarie.

L'Aimr (Association for investment management and research), uno dei più autorevoli istituti statunitensi di metodologie quantitative di gestione, a tal proposito esprime una valutazione metodologica molto netta. Dal punto di vista dell'investitore, la conoscenza del benchmark dei fondi o gestioni è necessaria per vari motivi: verificare la realizzabilità della propria strategia d'investimento, confrontandosi con le alternative offerte dal mercato; ridurre il disallineamento tra il proprio benchmark e l'insieme dei fondi, intesi come benchmark; valutare la convenienza della scelta, in termini di costi, scegliendo i fondi con più basso turnover; valutare, controllare ed eventualmente ridurre con mix efficienti il disallineamento tra i benchmark dei fondi e la gestione reale degli stessi, un rischio presente sia nel caso di gestione attiva che in quella passiva.

In ultima analisi, individuare e separare le responsabilità circa le performance e, quindi, la parte di responsabilità imputabile all'investitore e/o al suo consulente da quello del gestore. Quest'ultimo motivo è anche l'occasione per fare ordine nella confusione di ruoli e responsabilità tra gestore (orientato ai mercati, la cui responsabilità è quella di seguire il benchmark nel caso di gestione passiva e di batterlo in caso di gestione attiva) e consulente (orientato all'investitore, con il quale collabora nell'individuare il suo benchmark, per poi selezionare e ottimizzare il mix di portafoglio). Per tutti questi scopi è necessario che i benchmark dei fondi, come delle gestioni patrimoniali, debbano essere: non ambigui; misurabili; rappresentati da indici investibili e quindi alternativi alla gestione stessa; ma, cosa più importante, comunicati anticipatamente all'investitore. (riproduzione riservata)