di Gaetano Megale (*)

Le tradizionali valutazioni delle graduatorie di fondi normalmente hanno lo scopo di individuare quei prodotti che hanno realizzato migliori performance nell'arco di un periodo predeterminato. Ma basta per poter definire con un buon grado di accuratezza se un gestore o una società di gestioni è brillante nell'amministrare il denaro dei sottoscrittori? Non a caso, la pubblicità dei prodotti e servizi finanziari contiene sempre l'avvertenza (imposta dalle autorità) per cui le performance passate non sono una garanzia del rendimento futuro del fondo, perché è inevitabile che i risultati ex post di un fondo siano implicitamente utilizzati per effettuare scelte che si riferiscono al futuro, in base al semplice principio secondo cui il fondo vincitore di oggi probabilmente sarà vincitore nel futuro.

Non è così: la ricerca che si è sviluppata da anni negli Usa nel settore dei fondi e dei loro risultati ha dimostrato che le graduatorie delle performance non hanno un potenziale predittivo in sé, in quanto sono determinate da diversi fattori che dipendono tra loro in modo talora molto complesso. In altre parole, le graduatorie dei fondi realizzate in base alle performance totali su un determinato periodo di tempo non avranno necessariamente la stessa forma nel periodo successivo.

Ma la ricerca statunitense ha

CONFRONTI. L'operato dei gestori è scomponibile nella capacità di selezione e nella scelta del timing di mercato. Ecco una classifica di fondi e sicav azionarie internazionali con questo metodo

Come spaccare la performance

anche messo a punto, nell'ambito delle teorie quantitative, una serie di sofisticati strumenti che consentono di effettuare una più efficace valutazione delle performance e dare risposte più realistiche, sebbene non definitive, alle attese dei valutatori di fondi.

Asset allocation e gestione attiva

Il filone di ricerca più promettente è quello che consente di isolare i cosiddetti fattori gestionali che determinano le performance dei fondi e di attribuire a ciascuna fonte di rischio derivante da una specifica attività gestionale il proprio rendimento conseguente. Tale metodologia viene denominata performance attribution. In questa prospettiva, le performance finali di un fondo derivano dalla interazione di due principali attività gestionali distinte:

1) la asset allocation del fondo,

I vincitori

Criteri di analisi

CAPITALE ADDIZIONALE

Totale	American Phoenix Global Multinational Portfolio/Usd
Asset allocation	Templeton Global Growth A/Usd
Gestione attiva	American Phoenix Global Multinational Portfolio/Usd

EFFICIENZA GESTIONALE

Totale	American Phoenix Global Multinational Portfolio/Usd
Asset allocation	Templeton Global Growth A/Usd
Gestione attiva	Zetastock

Nella tabella sono riportati i prodotti risultati primi in graduatoria, per singola analisi. I criteri di analisi si riferiscono ai guadagni/perdite realizzate dalle attività gestionali verso il benchmark (capitale addizionale) e all'efficienza delle attività gestionali, misurata mediante il rapporto tra rendimento e rischio. L'efficienza totale si riferisce alla interazione tra l'asset allocation (ovvero la definizione qualitativa e quantitativa dei mercati di riferimento) e la gestione attiva (trading finalizzato a ottenere extrarendimenti rispetto ai mercati assunti come riferimento).

intesa come scelta dei mercati di riferimento e dei rispettivi pesi;

2) la gestione attiva (selezione dei titoli, scelta del timing per entrare e uscire dal mercato ecc.) finalizzata a ottenere extrarendimenti rispetto ai medesimi merca-

ti assunti come riferimento.

FP, in collaborazione con la società specializzata Progetica, ha condotto un'analisi di questo tipo. La prima cosa è stata la scelta del campo di gioco e del pallone. Per il campo, si è deciso di confrontare tutti gli Oicvm (sigla apparentemente incomprensibile ma che indica l'insieme dei fondi comuni e delle sicav) caratterizzati da una strategia di investimento rivolta proprio alle borse azionarie internazionali.

Il pallone, ovvero il benchmark dell'investimento, è stato identificato nell'indice Financial Times actuary world (uno degli indici globali più utilizzati insieme all'indice Msci della Morgan Stanley). Scopo dell'analisi è la verifica dei migliori prodotti secondo il criterio delle abilità gestionali. Per far ciò occorre innanzitutto quantificare la componente di valore aggiunto gestionale totale (la selection, nel gergo anglosassone), ottenuta come differenza tra le performance del benchmark e le performance totali del fondo.

Suddividere la selection

Successivamente, quella selection deve essere scomposta in:

a) valore aggiunto dovuto alla asset allocation (la cui fonte di rischio è rappresentata dal cosiddetto misfit risk);

b) valore aggiunto dovuto alla gestione attiva (la cui fonte di rischio è rappresentata dal cosiddetto active risk).

Il valore aggiunto di ciascuna componente può essere misurato, verso il benchmark, sia in termini di rendimento addizionale sia in termini di efficienza (utilizzando l'information ratio, ovvero il rapporto tra il rendimento e il rischio).

Le graduatorie di fondi ottenute con questa metodologia sembrano maggiormente in grado di delineare la predittività dei risultati conseguiti dal gestore, in particolare modo quelle relative all'efficienza delle attività gestionali.

La ricerca statunitense (ovviamente quella più avanti nel campo) ha individuato una debole persistenza dei risultati derivanti dalla scomposizione prima descritta e che comunque è più significativa rispetto alle valutazioni effettuate in base alle mere performance totali. A tal proposito è interessante evidenziare che la persistenza dei risultati sembra essere più forte per i fondi investiti nei mercati obbligazionari e per i fondi con le prestazioni peggiori (come dire: se un fondo ha realizzato performance scadenti nel passato tende, a parità di condizioni, a persistere nella parte bassa della graduatoria).

Le potenzialità della style analysis

Una delle tecniche più feconde per le analisi di performance attribution è stata elaborata dal Nobel per l'economia William Sharpe ed è conosciuta come style analysis. Le potenzialità di questa tecnica sono straordinarie, perché consentono di ricavare una considerevole mole di informazioni qualitative e quantitative relativamente a un fondo, derivandole esclusivamente dalla sua serie storica. L'utilità di questa tecnica emerge in una situazione in cui le informazioni necessarie non solo a una corretta valutazione dell'offerta dei fondi ma anche alla composizione dei portafogli di fondi non sono in genere rese facilmente disponibili dalle società di gestione (come per esempio i benchmark dei fondi).

Nelle tabelle che sono a corredo di questo servizio sono rappresentati i risultati dell'applicazione della style analysis, secondo il modello applicato da Progetica, per la valutazione dei fondi e Sicav le cui strategie di investimento sono orientate alle borse azionarie internazionali. Le graduatorie dei fondi esprimono le diverse valutazioni in funzione dei criteri assunti, laddove la consistenza della valutazione è indicata dal valore dell'R2 (R quadro, o coefficiente di determinazione) che rappresenta la percentuale della varianza delle performance del prodotto spiegata dalla style analysis; generalmente un valore superiore al 70% è considerato accettabile (per tale motivo l'analisi condotta in queste pagine contempla i prodotti con valori dell'R2 vicini o superiori al 70%).

I rendimenti differenziali sono espressi direttamente in termini di capitale reale (cioè al netto dell'inflazione) e si riferiscono al guadagno o alla perdita addizionale realizzata a 36 mesi rispetto al capitale reale finale (l'analisi è aggiornata al 30 maggio 1997) di un investimento base 100.000 effettuato nel benchmark (Financial Times actuary world index). Il capitale addizionale totale è stato quindi scomposto per ciascuna attività gestionale, che è stata a sua

Performance

rendimento che dal rischio assunto per ottenerlo. In tal caso occorre avvertire che i capitali addizionali realizzati dalle Sicav sono calcolati al lordo della tassazione del 12,50%.

Differentemente, il valutatore orientato maggiormente all'inve-

stimento, inteso nel senso delle teorie quantitative, potrà valutare le attività gestionali in termini di efficienza, essendo più sensibile alla remunerazione per unità di rischio assunto che al rendimento in sé.

Un'ultima precisazione: questa metodologia di valutazione, effettuata utilizzando un benchmark standard, è appropriata nel caso in cui il valutatore rinunci o prescin-

da dalla definizione di un proprio benchmark maggiormente rispondente alla propria politica d'investimento. Tornando ai vincitori di questa valutazione comparativa, la sicav American Phoenix global multinational portfolio si è rivelata prima nel realizzare il maggior guadagno differenziale totale verso il benchmark mediante una profittevole gestione attiva nei confronti della propria asset alloca-

tion, che peraltro ha generato perdite verso il benchmark. La sicav Templeton global growth A si aggiudica il primo posto per il guadagno differenziale ottenuto mediante un'ottima definizione di asset allocation che risulta anche essere la più efficiente, sino a compensare, quasi totalmente, le perdite differenziali e la minor efficienza della gestione attiva.

L'unico fondo comune italiano in

graduatoria è Zetastock, che si impone per la massima efficienza di gestione attiva con un'alta remunerazione per unità di rischio. Tale risultato è stato ottenuto soprattutto contenendo sensibilmente la volatilità, e quindi il rischio misurato mediante la deviazione standard, della gestione finalizzata a ottenere extrarendimenti verso la propria asset allocation.

(*) Progetica

Graduatoria per efficienza gestionale: chi ottiene di più rischiando il giusto

Misurazione del rapporto rendimento/rischio

	R2	Beta	Totale eff. gest.	Asset alloc.	Gest. attiva		R2	Beta	Totale eff. gest.	Asset alloc.	Gest. attiva
Am. Phoenix global multinat. port./Usd	78,19%	0,726	0,193	-0,170	0,417	Sanpaolo Andromeda az. intern. flessibile	87,56%	0,416	-0,198	-0,244	0,038
Ing Sviluppo Indice Globale	97,99%	0,861	0,162	-0,243	0,390	Parvest Global 2/Usd	83,92%	0,509	-0,199	-0,260	0,139
Zetastock	91,13%	0,520	0,077	-0,085	0,506	Galileo internaz.	91,47%	0,696	-0,223	-0,103	-0,243
SS&C Strategic Global Themes/Usd	89,31%	0,803	0,013	-0,140	0,203	Eptainternational	95,06%	0,694	-0,228	-0,216	0,121
Templeton Global Growth A/Usd	84,85%	0,730	-0,010	0,090	-0,119	Arca 27 Azioni Estere	89,38%	0,524	-0,228	-0,246	0,005
Invesco PS Global Growth/Usd	93,31%	0,935	-0,037	-0,297	0,282	Prime Global	93,83%	0,837	-0,229	-0,241	-0,012
Gesfimi Innovazione	78,02%	0,554	-0,044	-0,064	0,020	Fideuram Azione	98,37%	0,917	-0,231	-0,185	0,061
Templeton DM Global Growth/Dem	89,64%	0,683	-0,067	-0,215	0,241	Professionale Gestione internaz.	90,38%	0,729	-0,249	0,062	-0,436
Fondicri internaz.	94,75%	0,822	-0,093	-0,254	0,255	Putnam Global Equity	89,93%	0,711	-0,287	-0,273	0,126
Sis-A Global Equity/Usd	91,82%	0,918	-0,097	-0,295	0,187	Gestifondi Azionario internaz.	76,90%	0,760	-0,303	-0,167	-0,247
Carifondo Ariete	80,81%	0,599	-0,134	-0,164	0,030	Lagest Azionario internaz.	90,10%	0,765	-0,307	-0,121	-0,299
Performance Azionario Estero	86,68%	0,752	-0,139	-0,187	0,082	Sanpaolo Hambros International	93,03%	0,792	-0,312	-0,267	0,061
Carifondo Atlante	70,79%	0,584	-0,139	-0,161	-0,021	Bn Azioni Internazionali	93,70%	0,701	-0,318	-0,258	0,045
Occidente Romagest	89,85%	0,531	-0,142	-0,167	0,071	Cliam Sirio	88,78%	0,838	-0,320	-0,337	-0,013
GenerComit internaz.	95,72%	0,815	-0,158	-0,224	0,216	Geode	86,55%	0,907	-0,325	-0,306	0,083
Aureo Global	93,42%	0,807	-0,159	-0,152	0,040	Capitalgest internaz.	92,71%	0,650	-0,346	-0,215	-0,162
Fff International Equity/Dem	89,09%	0,866	-0,161	-0,233	0,087	Gif internaz./Usd	90,82%	0,840	-0,348	-0,252	0,064
Scottish Equitable International Equity/Ecu	93,21%	0,892	-0,163	-0,331	0,211	Risparmio Italia Borse Internazionali	91,77%	0,702	-0,360	-0,174	-0,327
Gesticredit Azionario	93,77%	0,777	-0,163	-0,113	-0,120	Gestielle I	85,84%	0,752	-0,378	-0,285	-0,220
Azimut Borse Internazionali	89,09%	0,789	-0,175	-0,128	-0,032	Investire internaz.	92,16%	0,693	-0,402	-0,235	-0,103
Euromobiliare Blue Chips	88,80%	0,703	-0,182	-0,222	0,134	Adriatic Global Fund	94,57%	0,706	-0,416	-0,272	-0,139
Personalfondo Azionario	79,74%	0,609	-0,191	-0,198	-0,078	Tallero	83,38%	0,694	-0,446	-0,225	-0,173
Centrale Global	92,60%	0,708	-0,197	-0,264	0,212						

Nella tabella è espressa la graduatoria degli azionari internazionali ordinata per i valori di maggiore efficienza totale dell'attività gestionale; inoltre, sono rappresentati i gradi di efficienza delle singole abilità gestionali relative all'asset allocation e alla gestione attiva. L'efficienza è misurata mediante il rapporto tra rendimento e rischio di ciascuna attività gestionale verso il benchmark (Financial Times actuary world index). Il valore dell'R2 rappresenta il livello di significatività dell'analisi, il Beta rappresenta la reattività dei fondi verso il benchmark a valori minori di uno corrisponde un maggior grado di difensività del prodotto.

Confronto tra i diversi livelli di efficienza (information ratio)

chi riesce ad essere efficiente per scelta del timing di mercato e chi invece arranca

IL CAMPIONE DEGLI OICVM

	Asset allocat.	Gest. attiva		Asset allocat.	Gest. attiva
Adriatic Global Fund	-0,272	-0,139	Personalfondo Azionario	-0,198	-0,078
Am. Phoenix global multin. portf./Usd	-0,170	0,417	Prime Global	-0,241	-0,012
Arca 27 Azioni Estere	-0,246	0,005	Professionale Gestione Internazionale	0,062	-0,436
Aureo Global	-0,152	0,040	Putnam Global Equity	-0,273	0,126
Azimut Borse Internazionali	-0,128	-0,032	Risparmio Italia Borse Internazionali	-0,174	-0,327
Bn Azioni Internazionali	-0,258	0,045	Sanpaolo Andromeda az. intern. flessibile	-0,244	0,038
Capitalgest Internazionale	-0,215	-0,162	Sanpaolo Hambros International	-0,267	0,061
Carifondo Ariete	-0,164	0,030	Scottish Equitable International Equity/Ecu	-0,331	0,211
Carifondo Atlante	-0,161	-0,021	Sis-A Global Equity/Usd	-0,295	0,187
Centrale Global	-0,264	0,212	SS&C Strategic Global Themes/Usd	-0,140	0,203
Cliam Sirio	-0,337	-0,013	Tallero	-0,225	-0,173
Eptainternational	-0,216	0,121	Templeton DM Global Growth/Dem	-0,215	0,241
Euromobiliare Blue Chips	-0,222	0,134	Templeton Global Growth A/Usd	0,090	-0,119
Fff International Equity/Dem	-0,233	0,087	Zetastock	-0,085	0,506
Fideuram Azione	-0,185	0,061			
Fondicri Internazionale	-0,254	0,255			
Galileo Internazionale	-0,103	-0,243			
GenerComit Internazionale	-0,224	0,216			
Geode	-0,306	0,083			
Gesfimi Innovazione	-0,064	0,020			
Gesticredit Azionario	-0,113	-0,120			
Gestielle I	-0,285	-0,220			
Gestifondi Azionario Internazionale	-0,167	-0,247			
GIF Internazionale/Usd	-0,252	0,064			
ING Sviluppo Indice Globale	-0,243	0,390			
Invesco PS Global Growth/Usd	-0,297	0,282			
Investire Internazionale	-0,235	-0,103			
Lagest Azionario Internazionale	-0,121	-0,299			
Occidente Romagest	-0,167	0,071			
Parvest Global 2/Usd	-0,260	0,139			
Performance Azionario Estero	-0,187	0,082			

INEFFICIENZA ASSET ALLOCATION ED EFFICIENZA GESTIONE ATTIVA

	Asset allocat.	Gest. attiva
Scottish Equitable International Equity/Ecu	-0,331	0,211
Geode	-0,306	0,083
Invesco PS Global Growth/Usd	-0,297	0,282
Sis-A Global Equity/Usd	-0,295	0,187
Putnam Global Equity	-0,273	0,126
Sanpaolo Hambros International	-0,267	0,061
Centrale Global	-0,264	0,212
Parvest Global 2/Usd	-0,260	0,139
Bn Azioni Internazionali	-0,258	0,045
Fondicri Internazionale	-0,254	0,255
GIF Internazionale/Usd	-0,252	0,064
Arca 27 Azioni Estere	-0,246	0,005
Sanpaolo Andromeda az. intern. flessibile	-0,244	0,038
ING Sviluppo Indice Globale	-0,243	0,390
Fff International Equity/Dem	-0,233	0,087

INEFFICIENZA SIA PER ASSET ALLOCATION SIA PER GESTIONE ATTIVA

	Asset allocat.	Gest. attiva
Cliam Sirio	-0,337	-0,013
Gestielle I	-0,285	-0,220
Adriatic Global Fund	-0,272	-0,139
Prime Global	-0,241	-0,012
Investire Internazionale	-0,235	-0,103
Tallero	-0,225	-0,173
Capitalgest Internazionale	-0,215	-0,162
Personalfondo Azionario	-0,198	-0,078
Risparmio Italia Borse Internazionali	-0,174	-0,327
Gestifondi Azionario Internazionale	-0,167	-0,247
Carifondo Atlante	-0,161	-0,021
Azimut Borse Internazionali	-0,128	-0,032
Lagest Azionario Internazionale	-0,121	-0,299
Gesticredit Azionario	-0,113	-0,120
Galileo Internazionale	-0,103	-0,243

La prima graduatoria riporta il posizionamento competitivo dei prodotti relativamente all'efficienza delle singole abilità gestionali (asset allocation e gestione attiva) e fornisce, complessivamente, la distribuzione del campione analizzato. La seconda graduatoria identifica i fondi e sicav inefficienti per asset allocation ma efficienti per gestione attiva. Nella terza parte della tabella è riportato il dettaglio del posizionamento competitivo di fondi e sicav inefficienti sia per l'asset allocation sia per la gestione attiva.