

Composizione del benchmark dei fondi

Confronto tra prodotti e relativi benchmark di riferimento

Nella riga orizzontale sono rappresentati i benchmark di ciascun fondo o sicav analizzato. I benchmark rappresentano un aggregato di indici di mercato che ne definiscono le strategie di investimento. Gli indici utilizzati nel modello elaborato da Progetta sono: gli indici di capitalizzazione netta fonte Bankitalia (deposito conto corrente, Bot, Btp e Cct), gli indici relativi ai mercati obbligazionari fonte Jp Morgan (Italia, Francia, Germania, United Kingdom, Giappone e Usa), gli indici relativi ai mercati azionari fonte Morgan Stanley (Msci Italia, Francia, Germania, United Kingdom, Giappone, Usa, l'insieme dei mercati emergenti, l'insieme del mercato del Pacifico escluso il Giappone). L'indice Rq (vedere quadro) rappresenta la percentuale di varianza delle performance di ciascun fondo, imputabile direttamente ai mercati di riferimento; il resto della varianza rappresenta la parte attribuibile alle attività gestionali.

| Oicvm | Rq | Dep. c/c | Bot | Btp | Cct |
|---------------------------------------|---------|----------|-----|--------|--------|
| Arca Titoli Esteri | 87,04% | - | - | 13,24% | - |
| Armonia | 91,69% | - | - | - | - |
| Crđ CS Portfolio Balanced Dollaro Usa | 86,22% | - | - | - | - |
| Crđ CS Portfolio Balanced Franco sv. | 78,60% | 16,19% | - | - | - |
| Crđ CS Portfolio Balanced Marco ted. | 95,39% | - | - | - | - |
| Fondo Centrale | 87,95% | 68,96% | - | - | - |
| GepoWorld | 90,47% | 45,47% | - | - | - |
| Gesfimi Internazionale | 84,92% | - | - | - | 39,93% |
| Gesticredit Finanza | 93,90% | - | - | 27,23% | 5,36% |
| GlobalSar SFr B (Ecu) | 81,72% | 51,02% | - | - | - |
| Globeser Mix (Ecu) | 82,34% | 75,25% | - | - | - |
| Investire Globale | 86,93% | 58,96% | - | - | - |
| Nordmix | 93,46% | 22,31% | - | - | 17,99% |
| OekoSar B (Ecu) | 78,26% | 66,93% | - | - | - |
| Oriente Romagest | 90,98% | - | - | - | 25,73% |
| Phenixfund | 92,89% | 64,35% | - | - | - |
| Quadrifoglio Internazionale | 91,85% | - | - | - | - |
| RoloInternational | 88,93% | - | - | 15,49% | - |
| SE International Mixed (Ecu) | 94,87% | 8,70% | - | - | - |
| PORTAFOGLIO OTTIMO | 100,00% | - | - | 2,53% | 22,47% |

Mentre quello che è considerato come il portafoglio ottimo mostra una varianza della performance del tutto legata ai mercati di riferimento, gli altri fondi e sicav considerati dall'analisi mostrano di discostarsi in percentuali medie di 5-15 punti (l'indice Rq infatti è compreso quasi sempre tra l'85 e il 95%). La eccezione più notevole tra i casi considerati si ha per il comparto specializzato sul franco svizzero e relative emissioni obbligazionarie della sicav Cs

FONDI BILANCIATI/3. Una tecnica di confronto applicata alle categorie degli internazionali segnala, come in Formula 1, le vetture più veloci (ovvero i prodotti che hanno scelto il benchmark vincente) e i più bravi piloti (quelli che danno qualcosa in più alla vettura). Con relative previsioni per l'andamento futuro

Quelli in pole position

di Gaetano Megale (*)

Come si valutano correttamente le performance dei fondi comuni? Un metodo è quello di confrontare il risultato di un fondo con un benchmark esterno (ovvero con uno o più indici di mercato che costituiscono un elemento di riferimento e valutazione per fondi appartenenti allo stesso comparto). Ma non è l'unico modo. Si può infatti confrontare il fondo con se stesso, ovvero con il suo benchmark. Il vantaggio dell'analisi sul singolo fondo è straordinario, in quanto consente di determinare l'identità irripetibile del prodotto, che consente al sottoscrittore di valutare e scegliere i propri investimenti all'interno di una ricca varietà di opportunità. Il problema si sposta allora verso la modalità tecnica di valutazione di un mondo in sé. È necessario infatti disporre di una tecnologia adeguata che consenta di individuare, in maniera quantitativa, le due caratteristiche strutturali di un fondo:

a) il suo benchmark (ovvero i mercati di riferimento che costituiscono la strategia di investimento del fondo stesso: negli Usa questa strategia viene definita *style*) e

b) la sua componente gestionale (con questo termine si intende raggruppare le attività del gestore finalizzate a ottenere extrarrendimenti rispetto al proprio

benchmark: nello slang americano questa componente viene definita *active*).

Questa separazione è ancor di più necessaria se si pensa che la definizione del benchmark e la gestione del fondo vengono effettuate, normalmente, da organismi diversi, seppur integrati. Infatti, in genere il benchmark del fondo viene definito da un comitato (ed è il risultato di una serie di decisioni basate anche su aspetti che nulla hanno a che fare con i mercati

ma che coinvolgono temi di tipo commerciale, tecnologico ecc.) mentre il gestore ha delega di realizzare l'asset allocation (ovvero di scegliere il portafoglio più giusto) all'interno dei vincoli posti dal medesimo benchmark.

Per sviluppare il discorso in maniera comprensibile, si possono immaginare allora le graduatorie di valutazione dei fondi come la classifica di una gara di Formula 1, laddove i benchmark dei fondi rappresenta-

no le caratteristiche tecniche delle auto in gara e i gestori rappresentano i piloti. Il sottoscrittore, ovviamente, rappresenta lo sponsor del team. Ciascun team può vincere, piazzarsi o perdere: ma qualsiasi sia il risultato, esso scaturisce dalla stretta interazione tra le prestazioni dell'auto e il grado di abilità del pilota: un ottimo pilota difficilmente potrà vincere con un'auto dalle prestazioni eccessivamente scadenti così come è possibile che un'auto eccellen-

te non vinca con un pilota mediocre o, peggio, che corra facendo manovre pericolose, inutili o dannose per guadagnare qualche centesimo di secondo.

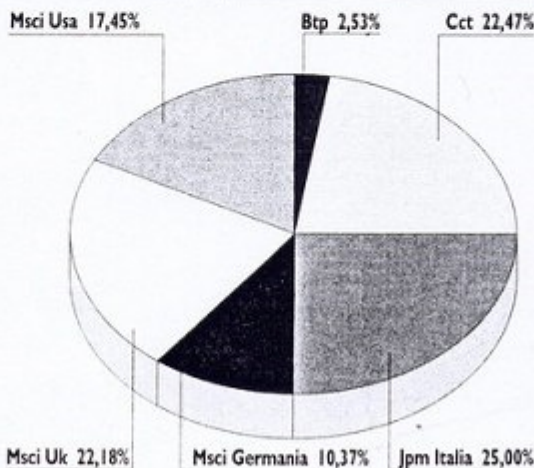
L'esempio della Formula 1 può servire per interpretare una classifica di fondi, introducendo un concetto, ormai consolidato negli Usa, che si riferisce alla attribuzione delle responsabilità della performance di un fondo. Supponiamo che un fondo dopo una gara di 36 mesi, finisca agli ultimi posti della classifica del proprio comparto di appartenenza. Normalmente, il sottoscrittore italiano (lo sponsor) ne attribuirà la responsabilità interamente al gestore (il pilota). Ciò non è corretto poiché è possibile che il pilota abbia effettuato una prestazione in sé eccellente ma su un'auto non efficiente. Naturalmente si può immaginare il caso opposto (pilota mediocre o spericolato su un'auto eccellente) e tutto ciò fa nascere la necessità di indagare in maniera più approfondita circa le caratteristiche dell'auto e le abilità del pilota. Fortunatamente le metodologie quantitative della performance attribution possono aiutare a risolvere l'enigma grazie a una tecnica, denominata *style analysis*, elaborata dal Nobel per l'economia, William Sharpe.

La *style analysis* consente di scomporre il risultato finale del fondo nelle sue componenti strutturali che sono proprio quel-

Questo il mix vincente degli ultimi 36 mesi

Dati calcolati al 30 giugno 1997

Portafoglio bilanciato internazionale con il massimo della efficienza, misurata dall'information ratio ovvero il rapporto tra rendimento medio reale e la deviazione standard, compatibile con i vincoli: 50% mercati azionari, 50% mercati obbligazionari e, all'interno di ciascun comparto, un peso non maggiore del 25% per ciascun indice. Rappresenta virtualmente le migliori prestazioni ottenibili dai mercati, in assenza di attività gestionali attive. Gli indici Msci si riferiscono ai mercati azionari Usa, United Kingdom e Germania. L'indice Jp Morgan si riferisce al mercato obbligazionario italiano.



Il portafoglio ideale calcolato tenendo conto del rapporto tra rendimento medio reale e deviazione standard nel periodo 30 giugno 1994-97 assegna una quota del 25% all'indice Jp Morgan del mercato obbligazionario italiano, più un altro 22,5% al Cct e un 2,5% al Btp.

| Jpm Italia | Jpm Francia | Jpm Germania | Jpm Uk | Jpm Giappone | Jpm Usa | Msci Italia | Msci Francia | Msci Germania | Msci Uk | Msci Giappone | Msci Usa | Msci Em. mkt | Msci Pac xj |
|------------|-------------|--------------|--------|--------------|---------|-------------|--------------|---------------|---------|---------------|----------|--------------|-------------|
| - | 4,10% | - | - | 6,01% | 6,82% | 1,97% | - | 2,95% | 17,98% | 12,37% | 26,59% | - | 7,97% |
| 25,87% | 2,91% | 6,22% | - | 0,00% | 22,55% | 0,20% | 2,09% | 6,48% | 5,13% | 12,56% | 5,57% | 3,82% | 6,60% |
| - | - | 54,75% | - | 2,30% | 49,04% | 1,58% | 5,13% | 17,77% | 5,76% | 4,48% | 7,60% | 8,63% | - |
| - | - | 52,84% | - | - | - | - | - | 5,60% | - | 7,74% | 5,87% | 7,55% | - |
| - | - | - | - | - | - | - | 0,30% | 26,70% | - | 4,11% | 10,86% | 5,20% | - |
| - | 2,95% | - | - | 3,81% | 5,37% | 2,78% | 2,79% | 1,31% | - | 4,06% | 9,05% | 0,58% | 1,28% |
| - | - | - | 2,30% | 3,08% | 3,91% | 2,92% | 6,75% | 9,43% | - | 5,44% | 13,08% | - | 4,66% |
| - | - | - | 3,27% | 0,23% | 1,62% | 5,87% | 5,62% | 10,08% | 7,06% | 4,68% | 15,77% | - | 5,86% |
| - | 9,65% | - | - | 3,62% | 7,19% | 5,10% | 0,91% | 11,15% | 12,59% | 4,52% | 12,68% | - | - |
| - | - | 21,66% | - | 7,17% | - | 2,10% | - | - | 10,94% | 2,81% | 0,27% | 4,04% | - |
| - | - | - | 2,87% | 3,48% | 1,38% | 1,22% | 3,38% | 1,29% | - | 2,99% | 5,55% | 2,59% | - |
| - | 1,53% | - | - | 1,77% | 8,44% | 1,62% | 2,76% | 5,10% | 3,07% | 6,35% | 10,39% | - | - |
| 9,68% | - | - | - | - | 6,72% | 2,55% | 2,21% | 9,86% | 9,52% | 5,37% | 6,85% | 2,49% | 4,44% |
| - | - | 18,21% | - | 6,87% | - | 0,75% | - | - | 3,39% | 1,33% | - | 2,53% | - |
| - | - | - | - | - | 3,88% | - | - | 1,67% | - | 43,61% | - | 8,15% | 16,96% |
| - | - | 5,56% | 0,43% | 1,20% | 4,22% | 1,61% | 0,36% | 4,17% | - | 4,21% | 11,00% | 2,89% | - |
| 0,11% | - | - | - | 4,89% | 23,10% | 27,43% | 10,20% | 12,39% | 2,87% | - | 13,72% | 5,28% | - |
| - | - | - | 6,12% | 6,01% | 11,25% | 13,55% | 4,64% | 11,93% | 4,83% | 6,55% | 14,53% | - | 5,10% |
| - | 4,20% | 10,32% | - | 3,90% | - | 1,36% | 6,17% | 5,42% | 13,87% | 14,84% | 15,96% | 10,26% | 5,02% |
| 25,00% | - | - | - | - | - | - | - | 10,37% | 22,18% | - | 17,45% | - | - |

portafoglio (Credic Suisse). I fondi ammessi sono quelli con una serie storica di almeno 36 mesi al 30/06/1997 (con un livello di spiegazione della varianza delle performance imputabile agli indici di mercato vicino o superiore all'80%, valore questo dell'R quadro tipico di una valutazione rigorosa; il resto della varianza è imputabile all'attività specifica del gestore).

le che definiscono la sua identità: il suo benchmark e l'attività del gestore (quest'ultima si può distinguere in security selection, ovvero capacità di selezione dei titoli, e market timing, ovvero scelta del momento giusto).

FP, in collaborazione con la società specializzata Progetica, ha condotto un'analisi di questo tipo mettendo sotto la propria lente i fondi e le sicav che, per l'ampiezza dei propri limiti gestionali verso i mercati, rappresentano i prodotti di investimento meno definibili tra i comparti: i bilanciati internazionali.

Definire il benchmark di ciascun fondo

Questa analisi, come detto, non viene effettuata in termini differenziali verso un benchmark esterno, per cui il primo passo è quello di definire il benchmark di ciascun fondo. Come? Non riportando quello ufficiale, ovvero quello dichiarato dai singoli fondi (ammesso che ogni singolo fondo lo abbia dichiarato pubblicamente, cosa che non fanno tutti) ma derivandolo con la tecnica della style analysis, che consiste nell'individuare quell'insieme di mercati che hanno costituito la strategia di investimento di ciascun fondo.

Nella tabella in alto è possibile leggere i risultati dell'analisi, laddove i fondi ammessi sono stati quelli con una serie storica di almeno 36 mesi al 30/06/1997 (sono stati presi i prodotti con un livello di spiegazione della varianza delle performance imputabile agli indici di mercato, utilizzati nel modello elaborato da Progetica, vicino o superiore all'80%, valore questo dell'R quadro tipico di una valutazione rigorosa; il resto della varianza è imputabile all'attività specifica del gestore).

La composizione dei benchmark dei fondi riportati in tabella può non corrispondere esattamente a quella fisica dei fondi stessi, in quanto la style analysis consente una loro efficace emulazione; utilizzando le parole di Sharpe, «se (il fondo) cammina come una pappera e starnazza come una pappera, per tutti gli scopi importanti, è una pappera». Oltre ai fondi e alle sicav, nella tabella è riportato anche un portafoglio ottimizzato, rappresentato in torta dal grafico, elaborato da Progetica massimizzando, mediante particolari algoritmi, il grado di efficienza, ovvero il più alto rapporto tra il rendimento medio reale mensile per unità di rischio (il cosiddetto information ratio, misurato mediante la deviazione standard).

L'elaborazione è stata effettuata sui medesimi indici della style analysis, imponendo al sistema i vincoli standard di un

portafoglio bilanciato internazionale: 50% azionario, 50% obbligazionario e, all'interno dei comparti, un peso non maggiore del 25% per ciascun indice. Il portafoglio ottimo vuole rappresentare la struttura d'investimento più efficiente ovvero, tornando all'esempio, l'auto con le migliori caratteristiche e prestazioni virtuali, laddove il pilota si limiti semplicemente a guidarla.

Il secondo passo dell'analisi consiste nell'individuazione retrospettiva delle responsabilità relative agli ultimi 36 mesi. La tabella qui sotto riporta la classifica, ordinata per risultato totale (il capitale reale, cioè al netto dell'inflazione, realizzato da un investimento iniziale base 100) dei singoli fondi.

Il risultato totale è scomposto in:

- capitale realizzato dallo style del fondo (i mercati di riferimento, ovvero le prestazioni dell'auto);
- capitale realizzato dall'ac-

tività del gestore, ovvero l'abilità del pilota).

Nelle ultime due tabelle di pag. 8 la valutazione è più chiara: la linea ideale che divide l'insieme dei prodotti in due (apporto gestionale zero) individua nella parte superiore i gestori (piloti) che hanno dato un valore aggiunto al proprio benchmark e nella parte inferiore quelli le cui attività hanno provocato una riduzione delle potenzialità del benchmark. Per esempio, il gestore di Global Sarasin Sfr B, nonostante un'auto relativamente poco performante, è riuscito a piazzarsi bene grazie alla propria abilità di guida sui propri mercati di riferimento.

Lo style migliore (l'auto) risulta invece essere quello di Arca Titoli esteri, molto vicino al portafoglio ottimo: in questo fondo però le attività gestionali hanno sottratto, al proprio benchmark, molto delle potenzialità

di rendimento. Lo style peggiore è risultato quello di Oriente Romagest (i mercati del Pacifico, infatti, non hanno brillato certo per performance) mentre Investire Globale, Nordmix, SE International Mixed e Armonia evidenziano un gestore in linea con il proprio benchmark (qualità molto apprezzata nell'ambito della gestione passiva).

Il vincitore della gara, Quadrifoglio internazionale (fondo Gigest, ex Iri e ora gestito dalla Banca agricola mantovana) è il fondo che ha presentato la migliore interazione tra performance dei mercati e valore aggiunto gestionale.

Il mercato prescelto delude? Colpa del cliente

Identificate le fonti del rendimento, può essere completato il discorso relativo all'attribuzione delle responsabilità delle performance. Se ormai è chiaro dall'analisi la responsabilità del gestore, a chi attribuire la responsabilità delle performance dovute ai mercati di riferimento, siano esse deludenti (come Oriente Romagest) o apprezzabili (come quelle di Quadrifoglio Internazionale)?

La risposta fornita dalle teorie delle performance attribution statunitensi è chiara: la scelta del benchmark attiene alla sfera di responsabilità dell'investitore, ovvero di chi lo ha consigliato, promotore finanziario o sportellista bancario. E, in ogni caso, non è comunque imputabile al gestore del fondo. L'atto della sottoscrizione comporta implicitamente l'assunzione delle responsabilità delle performance che deriveranno direttamente dal benchmark del fondo, i mercati, in quanto il sottoscrittore dovrebbe essere pienamente consapevole del fit tra ciò che

Chi si è avvicinato alla perfezione e come ha fatto

Valutazione del grado di efficienza dei prodotti analizzati

La tabella riporta la classifica, ordinata per risultato totale di un capitale reale, al netto dell'inflazione, ottenuto con un investimento iniziale base 100 su un periodo di 36 mesi al 30/6/97. Il risultato totale è poi scomposto in capitale derivante direttamente dalla performance del mercato (il benchmark del fondo o della sicav) e capitale derivante dalle attività gestionali (principalmente security selection e market timing). Il portafoglio ottimo, elaborato da Progetica con algoritmi di ottimizzazione, rappresenta la struttura di investimento che massimizza l'efficienza e costituisce un parametro esterno di confronto.

Fondi e sicav

| | Risultato | | |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------|
| | Totale | Mercato | Gestione |
| Portafoglio ottimo | 148,364 | 148,364 | 0 |
| Quadrifoglio Internazionale | 136,517 | 133,310 | 3,207 |
| GlobalSar Sfr B (Ecu) | 128,857 | 109,780 | 19,077 |
| GepoWorld | 127,665 | 120,699 | 6,966 |
| Gesticredit Finanza | 126,717 | 135,950 | -9,233 |
| SE International Mixed (Ecu) | 125,938 | 128,492 | -2,555 |
| Nordmix | 125,703 | 125,250 | 0,454 |
| Armonia | 124,237 | 127,995 | -3,758 |
| Crđ CS Portfolio Bal. Dollaro Usa | 124,100 | 131,582 | -7,481 |
| Rolointernational | 122,209 | 134,544 | -12,335 |
| Gesfimi Internazionale | 120,781 | 134,414 | -13,634 |
| Phenixfund | 120,102 | 112,082 | 8,020 |
| Crđ CS Portfolio Bal. Franco sv. | 118,876 | 115,294 | 3,583 |
| Globeser Mix (Ecu) | 117,888 | 107,492 | 10,397 |
| Crđ CS Portfolio Bal. Marco ted. | 116,629 | 130,609 | -13,980 |
| OekoSar B (Ecu) | 116,598 | 104,956 | 11,642 |
| Fondo Centrale | 113,709 | 109,758 | 3,951 |
| Arca Titoli Esteri | 113,657 | 140,425 | -26,767 |
| Investire Globale | 113,002 | 114,126 | -1,124 |
| Oriente Romagest | 95,203 | 102,788 | -7,585 |

Il fondo Quadrifoglio internazionale è, nella selezione presa in esame, quello che ha fornito la migliore interazione tra performance dei mercati e valore aggiunto gestionale.

(segue a pag. 8)

Chi ha esaltato o depresso il benchmark

Incidenza della componente gestione attiva rispetto all'andamento dei mercati

| | Oicvm | Mercati | Gest. at. |
|---|----------------|----------|-----------|
| Risultati ottenuti dai singoli fondi e sicav e attribuibili ai mercati (ovvero al proprio benchmark) e alle abilità del gestore. Il grafico consente la valutazione immediata delle attività gestionali distinguendole tra quelle che hanno generato valore aggiunto (fondi e sicav sopra la linea centrale) e quelle che hanno sottratto valore (prodotti sotto la linea centrale) ai propri benchmark di riferimento. I prodotti possono essere anche valutati rispetto alle prestazioni dei propri benchmark confrontando i risultati generati dai mercati, anche rispetto al risultato generato dal portafoglio ottimo di massima efficienza. | | | |
| Arca Titoli Esteri | 140.425 | -26.767 | |
| Armonia | 127.995 | -3.758 | |
| Crđ CS Port. Bal. \$ Usa | 131.582 | -7.481 | |
| Crđ CS Port. Bal. fr. sv. | 115.294 | 3.583 | |
| Crđ CS Port. Bal. M. ted. | 130.609 | -13.980 | |
| Fondo Centrale | 109.758 | 3.951 | |
| GepoWorld | 120.699 | 6.966 | |
| Gesfimi Internazionale | 134.414 | -13.634 | |
| Gesticredit Finanza | 135.950 | -9.233 | |
| GlobalSar Sfr B (Ecu) | 109.780 | 19.077 | |
| Globersel Mix (Ecu) | 107.492 | 10.397 | |
| Investire Globale | 114.126 | -1.124 | |
| Nordmix | 125.250 | 0.454 | |
| OekoSar B (Ecu) | 104.956 | 11.642 | |
| Oriente Romagest | 102.788 | -7.585 | |
| Phenixfund | 112.082 | 8.020 | |
| Quadrifoglio Internaz. | 133.310 | 3.207 | |
| Rolointernational | 134.544 | -12.335 | |
| SE Internat. Mixed (Ecu) | 128.492 | -2.555 | |
| Portafoglio ottimo | 148.364 | 0 | |

Il gestore di Global Sarasin franchi svizzeri B è riuscito a ottenere buoni risultati grazie alla propria abilità nella gestione attiva sui mercati di riferimento (+19.077). Caso contrario è quello del fondo Arca titoli esteri (-26.767).

piloti più bravi

Grado di efficienza della gestione attiva

Ecco la classifica ordinata per i valori dell'efficienza dell'active (l'attività del gestore finalizzata a realizzare extrarendimenti verso il proprio benchmark) di ciascun fondo e sicav analizzati. L'efficienza è misurata dall'information ratio, rapporto tra rendimento medio reale mensile e la sua deviazione standard (il rischio). L'information ratio fornisce una stima indicativa delle potenzialità future di ciascuna attività gestionale in quanto esprime la remunerazione per unità di rischio che il gestore potrebbe generare. Il valore pari a zero del portafoglio ottimo (assenza di attività gestionali) divide la classifica in attività gestionali che potranno apportare valore aggiunto al benchmark (parte superiore) e attività gestionali che potranno sottrarre valore (parte inferiore).

| Fondi e sicav | Efficienza Active |
|--------------------------------------|-------------------|
| GlobalSar Sfr B (Ecu) | 0,276 |
| Globersel Mix (Ecu) | 0,246 |
| GepoWorld | 0,222 |
| Phenixfund | 0,217 |
| OekoSar B (Ecu) | 0,180 |
| Fondo Centrale | 0,107 |
| Crđ CS Portfolio Balanced Franco sv. | 0,081 |
| Quadrifoglio Internazionale | 0,055 |
| Nordmix | 0,030 |
| Portafoglio ottimo | 0 |
| Investire Globale | -0,020 |
| SE International Mixed (Ecu) | -0,091 |
| Armonia | -0,133 |
| Crđ CS Portfolio Balanced Doll. Usa | -0,182 |
| Oriente Romagest | -0,249 |
| Rolointernational | -0,373 |
| Gesticredit Finanza | -0,434 |
| Gesfimi Internazionale | -0,454 |
| Crđ CS Portfolio Balanced M. ted. | -0,601 |
| Arca Titoli Esteri | -0,683 |

Se si riordinano i dati sull'efficienza della gestione attiva si percepisce in maniera più netta il buon lavoro del money manager di Sarasin, la vicinanza al benchmark di quello di Nordmix.

Bilanciati

il benchmark può dare e la propria politica d'investimento (rendimento atteso, tempo e rischio). Il fatto che il sottoscrittore o il suo consulente non abbiano cultura e tecnologia adeguata per verificare la coerenza del benchmark con le proprie esigenze non cambia di molto la questione: il gestore (il pilota) non può assumere in proprio, nel bene o nel male, la responsabilità delle performance del benchmark (l'auto).

Ecco allora che rispetto all'attuale dibattito in Italia circa la necessità da parte dei fondi di comunicare ufficialmente il proprio benchmark, lo stile d'investimento, nasconde un motivo ben più importante di quello della misurazione delle performance: il benchmark serve in-

nanzi tutto a consentire la scelta consapevole a priori di un fondo.

Prevedere lo stile futuro

Un'analisi delle prestazioni del benchmark e del gestore, così come presentata nella tabella e nel grafico delle pagine precedenti, non può fornire elementi di valutazione a priori, in quanto si riferisce al passato (analizza una gara già svolta) mentre il futuro rappresenterà scenari economico-finanziari diversi (il circuito della gara e il contesto sarà differente). Le metodologie della cosiddetta performance evaluation (vedere FP del 19 luglio) suggeriscono di valutare le potenzialità dello style di un fondo come quelle delle abilità gestionali, ricorrendo a un indice che fornisce indicazioni sufficientemente atten-

dibili e predittive, soprattutto per quanto riguarda il benchmark del fondo: l'information ratio, già in precedenza definito come il più alto rapporto tra il rendimento medio reale mensile per unità di rischio. Nella tabella in alto a sinistra viene riportata la stima delle potenzialità degli style di ciascun fondo (la possibilità tecnica delle auto nel realizzare le massime prestazioni con il minimo consumo di carburante, gomme, ecc.) mentre nella tabella in alto a destra viene riportata la graduatoria della componente gestionale (il grado di abilità dei piloti di acquisire le posizioni più avanzate con il minimo di manovre spericolate che possono compromettere l'assetto dell'auto e aumentare i consumi). L'analisi mette in luce che i migliori style saranno indicativamente quelli relativi a Gesticredit Finanza, Gesfimi Internazionale e Nord-

mix, mentre le attività gestionali più efficienti saranno realizzate dai gestori di GlobalSar Sfr B (che si conferma come miglior pilota), di Globersel Mix, di Gepoworld e così via. Le tabelle di valutazione dell'efficienza ex ante sono abbastanza diverse da quelle dei risultati conseguiti ex post e ciò appare ancora più evidente se si effettua una valutazione congiunta delle due componenti strutturali. Quali fondi, tra quelli esaminati, forniscono indicazioni di maggior potenzialità complessiva per la gara del prossimo futuro? La gamma della scelta si restringe a una sorta di frontiera (che realizza il massimo di potenzialità di gestione attiva a parità di potenzialità di style) formata da Nordmix, Gepoworld, Phenixfund, Globersel e GlobalSar. Per chi crede che il risultato dell'investimento dipenda soprattutto dalla struttura dei mer-

cati sottostante (filosofia di gestione passiva), la migliore scelta è rappresentata da Nordmix, in quanto il suo gestore si attiene rigorosamente al proprio benchmark (guida l'auto semplicemente, sfruttando le sue caratteristiche tecniche). Questa scelta è anche confortata da una serie di ricerche della statunitense Ibbotson Associates che evidenziano come le performance future di un investimento siano determinate, per oltre il 90%, dall'asset allocation iniziale dei mercati.

Ma per chi crede che le performance sono frutto innanzitutto della abilità del gestore, la scommessa migliore è rappresentata da GlobalSar Sfr B, mentre tutte le altre scelte intermedie rappresentano una ponderazione graduata delle due filosofie. Al lettore le proprie valutazioni. (riproduzione riservata)

(*) Progetica

Le migliori vetture

Valutazione delle potenzialità dei prodotti

Nella tabella viene riportata la classifica ordinata per i valori dell'efficienza dello style (il benchmark, ovvero i mercati di riferimento) di ciascun fondo e sicav analizzati. L'efficienza è misurata dall'information ratio, ovvero dal rapporto del rendimento medio reale mensile e la sua deviazione standard (il rischio). L'information ratio fornisce una stima indicativa delle potenzialità future di ciascun benchmark in quanto esprime la sua remunerazione per unità di rischio assunto. Il valore del portafoglio ottimo, elaborato da Progetica con algoritmi che ne hanno massimizzato l'efficienza, consente una valutazione dei prodotti rispetto a un parametro assoluto di efficienza.

| Fondi e Sicav | Efficienza style |
|----------------------------------|------------------|
| Portafoglio ottimo | 0,802 |
| Gesticredit Finanza | 0,557 |
| Gesfimi Internazionale | 0,518 |
| Nordmix | 0,481 |
| Arca Titoli Esteri | 0,409 |
| Rolointernational | 0,389 |
| Armonia | 0,389 |
| GepoWorld | 0,362 |
| Phenixfund | 0,357 |
| Investire Globale | 0,352 |
| Crđ CS Portfolio Bal. Doll. Usa | 0,328 |
| Crđ CS Portfolio Bal. Marco ted. | 0,326 |
| Fondo Centrale | 0,308 |
| Globersel Mix (Ecu) | 0,294 |
| Quadrifoglio Internazionale | 0,293 |
| SE International Mixed (Ecu) | 0,290 |
| GlobalSar Sfr B (Ecu) | 0,228 |
| Crđ CS Portfolio Bal. Franco sv. | 0,210 |
| OekoSar B (Ecu) | 0,166 |
| Oriente Romagest | 0,040 |

I migliori style (ottimizzazione delle potenzialità tecniche del prodotto con i minori consumi) sono ottenuti da Gesticredit Finanza, Gesfimi int. e Nordmix, che più si sono avvicinati al portafoglio ottimo.

In pole position per i prossimi mesi

Le potenzialità dei prodotti esaminati in relazione ai rispettivi benchmark

| Oicvm | Style | Gest. at. |
|-------------------------------|--------------|-----------|
| Arca Titoli Esteri | 0,409 | -0,683 |
| Armonia | 0,389 | -0,133 |
| Crđ CS Portfolio Bal. \$ Usa | 0,328 | -0,182 |
| Crđ CS Portfolio Bal. Fr. sv. | 0,210 | 0,081 |
| Crđ CS Portfolio Bal. M. ted. | 0,326 | -0,601 |
| Fondo Centrale | 0,308 | 0,107 |
| GepoWorld | 0,362 | 0,222 |
| Gesfimi Internazionale | 0,518 | -0,454 |
| Gesticredit Finanza | 0,557 | -0,434 |
| GlobalSar Sfr B (Ecu) | 0,228 | 0,276 |
| Globersel Mix (Ecu) | 0,294 | 0,246 |
| Investire Globale | 0,352 | -0,020 |
| Nordmix | 0,481 | 0,030 |
| OekoSar B (Ecu) | 0,166 | 0,180 |
| Oriente Romagest | 0,040 | -0,249 |
| Phenixfund | 0,357 | 0,217 |
| Quadrifoglio Internazionale | 0,293 | 0,055 |
| Rolointernational | 0,389 | -0,373 |
| SE Internat. Mixed (Ecu) | 0,290 | -0,091 |
| Portafoglio ottimo | 0,802 | 0 |

Le gestioni attive più interessanti riguardano, come si vedrà anche dalle ultime due tabelle di questa serie, il comparto in franchi svizzeri di Global Sarasin e i fondi Globersel mix, Gepoworld, Phenixfund.