

60 Promotori
Albo pf, il turnover
va in rosso

61 Reti
Banca Generali,
chi entra e chi esce

62 Fondi settoriali
Curate il portafoglio
con i farmaceutici

Prova su strada Progetica dimostra che solo il 56% dei fondi batte il proprio benchmark

Capitale protetto? A volte

È normale attendersi che, se il mercato di riferimento sale, questi gestori registrino performance meno brillanti. Perché la protezione ha un costo

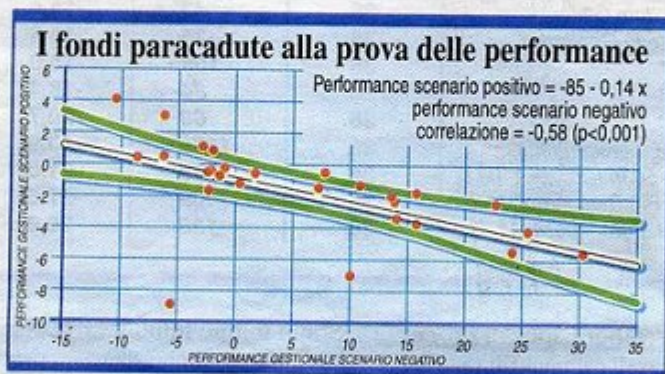
di Stefania Peveraro

I fondi a capitale protetto proteggono davvero, ma a patto che si sappia scegliere quelli giusti. La probabilità che i fondi a capitale protetto perdano meno del benchmark di riferimento in periodo di ribassi del mercato, infatti, è solo del 56%. La protezione poi non è gratis. Anzi, è a scapito della possibilità di guadagnare.

La probabilità che fondi a capitale protetto registrino performance inferiori a quelle del mercato sono infatti del 78%. Sono questi i risultati di uno studio che Progetica ha condotto in esclusiva per *Milano finanza* su un campione di 27 fondi a capitale protetto a disposizione degli investitori italiani.

«L'attività di gestione in scenari negativi dovrebbe dare risultati positivi rispetto al benchmark di riferimento, mentre è comprensibile che le performance di gestione, sempre rispetto al benchmark, possano essere negative in scenari positivi, perché essere difensivi ha un costo», spiega a *Milano finanza* il presidente di Progetica Gaetano Megale.

Capitale protetto non significa protezione garantita. Il fatto che un fondo sia stato costruito con l'obiettivo di



proteggere implica infatti che l'approccio all'investimento sia difensivo. In momenti di mercato positivi, quindi, questa difensività costa in termini di minori guadagni o addirittura di perdite rispetto al benchmark di riferimento.

«Non a caso la nostra analisi dimostra che è quasi sicuro ottenere performance minori del benchmark in mercati in ascesa», sottolinea Megale, che precisa pure che la stessa analisi «dimostra anche che non è certo che si possano ridurre le perdite in mercati in declino».

Va chiarito, peraltro, che capitale protetto non significa garanzia di protezione. La protezione è un obiettivo, ma non è detto che venga raggiunto. La definizione che di questi fondi dà Assogestioni è chiara: «Si qualifica a capitale protetto un fondo la cui politica di investimento ha come obiettivo la protezione

del valore dell'investimento perseguita attraverso l'applicazione di tecniche quantitative di gestione degli investimenti e di limitazione delle perdite; non viene fornita alcuna garanzia che il valore dell'investimento non scenda al di sotto del livello di protezione. Per valore dell'investimento si intende una quantità legata all'andamento della quota del fondo. Il

fondo a capitale protetto è pertanto un'obbligazione di mezzi e non di risultato».

Essere difensivi costa, ma nemmeno troppo.

La correlazione tra performance gestionali in scenari positivi e negativi è molto alta ($-0,58$). Quanto migliore è la performance della gestione rispetto al benchmark in uno scenario di mercato negativo, tanto peggiore sarà la performance della gestione rispetto al benchmark in uno scenario positivo. «Ma tutto sommato il costo opportunità da pagare nello scenario positivo è abbastanza contenuto relativamente alla minore perdita attesa nel caso di scenario negativo», com-



Michal Marcuss

Ecco chi dà più sicurezza in assoluto

| FONDI A CAPITALE PROTETTO | BENCHMARK | Tempo opportunità | Tempo minimo di investimento | Perdita max (probabilità=7%) | Volatilità (dev. std.) | Performance tendenziale |
|--|---|-------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------|-------------------------|
| • Ing Invest. Manag. Ing-P C.Cck Us | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gib* | 36 | 8 | -0,9 | 2,0 | 6,6 |
| • Etruria Fund Etruria Dynam.Floor100% | Euro 12 Month Libor | 36 | 9 | -1,0 | 2,3 | 7,0 |
| • Antonveneta Abn Amro F. 3A Baseplus | 20% JP Morgan Embi Global Diversificd 80% Euribor 3 Mesi | 36 | 16 | -1,6 | 2,7 | 6,3 |
| • Fineco Asset Mng.Sgr Fineco Am Val.Prot.95 | 90% JP Morgan Emu 12M Cash Index 10% Msci World* | 36 | 14 | -1,7 | 3,1 | 7,7 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Dyn.FI.100% Xdm | 100% 12-Month Eur Euro Bid Rate Index | 36 | 17 | -2,2 | 3,7 | 8,4 |
| • Agora Invest.Sgr Spa Agora Val.Protetto 95 | 90% Jpm Gl. 12M Cash Index In Euro 10% Stoxx Euro 50 | 36 | 21 | -2,8 | 4,3 | 8,7 |
| • Fineco Asset Mng.Sgr Fineco Am Val.Prot.90 | *80% JP Morgan Emu 12M Cash Index 20% Msci World* | 36 | 20 | -2,9 | 4,5 | 9,5 |
| • Ing Invest. Manag. Ing-P C.Cck Euro | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gib* | 36 | 22 | -3,3 | 4,9 | 10,0 |
| • Ing Invest. Manag. Ing-P C.Cck Eurotop 100 | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gib* | 36 | 22 | -3,6 | 5,3 | 10,7 |
| • Ing Invest. Manag. Ing-P Ind Lnk Pr.Mix 90 | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gib* | 36 | 17 | -3,7 | 6,1 | 14,1 |
| • Giotto Lux Fund Safe Portfolio | 70% JP Morgan Gbl Emu 1-5 Yr, 18.0% D.J. Euro Stoxx 50 Index (Eurozone), 12.0% D.J. Industrial Average | 36 | 14 | -4,0 | 7,4 | 19,6 |
| • Ing Invest. Manag. Ing-P Ind Lnk Pr.Mix 80 | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gib* | 36 | 19 | -4,2 | 6,7 | 14,7 |
| • Fineco Asset Mng.Sgr Fineco Am Val.Prot.85 | 70% JPMorgan Emu 12M Cash Index 30% Msci World Msci World* | 36 | 32 | -4,4 | 5,6 | 9,2 |
| • Europrius (Nav) Europrius Az.Pr.Europa | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gib* | 36 | 28 | -5,0 | 6,7 | 12,2 |
| • Ing Invest. Manag. Ing-P C.Cck Japan | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gib* | 36 | 53 | -5,2 | 5,4 | 7,0 |
| • Ing Invest. Manag. Ing-P Ind Lnk Pr.Mix 70 | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gib* | 36 | 23 | -6,1 | 8,9 | 18,1 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Dyn.FI.95% Xdm | 100% Jp Morgan - Govt. Bonds - Emu Traded - Eur Index | 36 | 41 | -8,6 | 10,0 | 15,3 |
| • Sanpaolo Internat.Fund Spi-R Orizzonte Pr.24 | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gib* | 36 | 38 | -12,5 | 15,3 | 25,1 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Dyn.FI.100%/Usd | 100% 12-Month Usd Euro Bid Rate Index | 36 | 50 | -13,6 | 15,5 | 21,6 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Dyn.FI.95%/Usd | 100% Jp Morgan - Us Traded - Usd Index | 36 | 44 | -14,3 | 16,8 | 25,5 |
| • Ing Invest. Manag. Ing-P C.Cck Us/\$ | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gib* | 36 | 43 | -14,4 | 17,3 | 26,6 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Dyn.FI.95%/Gbp | 100% Jp Morgan - Uk Traded - Gbp Index | 36 | 35 | -14,6 | 18,7 | 33,1 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Ltd R Gib 90%/Chf | Msci World* | 36 | 105 | -15,0 | 13,6 | 12,8 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Ltd R Gib 90% Xdm | Msci World* | 36 | 84 | -18,4 | 18,1 | 19,6 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Ltd R Gib 90%/Usd | Msci World* | 36 | 68 | -20,7 | 21,8 | 26,9 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Dyn.FI.95%/Chf | 100% Swiss Bond Index Chf (Foreign) Index | 36 | 1175 | -20,9 | 14,3 | 3,9 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Ltd R Euro Cnt.90 | 100% Dj Euro Stoxx 50 Index | 36 | 69 | -21,0 | 22,1 | 27,3 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Dyn.FI.100%/Chf | 100% 12-Month Chf Euro Bid Rate Index | 36 | 31409 | -27,5 | 17,8 | 0,9 |
| • Schroder Isf Sicav Sisf-A Eurp.Defens. (A) | 100% Citigroup Emu 3 M. Eurodeposit | 36 | 138 | -28,9 | 26,6 | 23,1 |

* Fondi senza un benchmark dichiarato, a cui è stato associato un benchmark di comparto

Come leggere le tabelle

La tabella qui in pagina, risultato di un'elaborazione di *Progetta*, permette di valutare le performance dei fondi dal punto di vista del risparmiatore. Per questo va considerato che:

Tempo opportunità. Per il risparmiatore il tempo indica la disponibilità a differire il consumo presente per incrementare le risorse o il periodo alla scadenza del quale è previsto l'impiego delle risorse per il raggiungimento di un obiettivo di vita. Al modificarsi del tempo (espresso nell'esempio in 36 mesi) tutti gli altri parametri variano significativamente. Di conseguenza possono essere effettuate un numero di valutazioni diverse almeno pari al numero dei diversi tempi (a ciascuna esigenza corrisponde una valutazione diversa).

Stima tempo minimo. È la permanenza necessaria per non subire, con ragionevoli probabilità, una perdita reale, ossia a potere di acquisto costante, sul capitale iniziale (rischio di liquidabilità); il tempo minimo di investimento può essere calcolato con diversi livelli di probabilità, e quindi di sicurezza, a seconda dell'orientamento del risparmiatore: nella tabella la probabilità è fissata al 93%. Si noterà che per alcuni fondi il tempo minimo è pari a un numero di mesi molto elevato: il tutto si spiega con la condizione che, al livello di probabilità considerato, il benchmark non ha un potenziale di rischio-rendimento sufficiente a recuperare, nel periodo evidenziato, almeno l'erosione inflattiva. Naturalmente l'adeguatezza dell'investimento è verificata quando il tempo minimo di investimento risulti mi-

nore del tempo opportunità.

Stima perdita massima. È la stima dell'oscillazione negativa massima del capitale che si potrebbe sopportare in qualsiasi momento nel corso dell'investimento. È possibile calcolare il rischio di perdita sul capitale iniziale con diversi livelli di sicurezza: in tabella il grado di probabilità utilizzata è del 7%

Rischio di oscillazione relativa. È la volatilità dell'investimento (misurata mediante la deviazione standard) e definisce l'ampiezza normale delle oscillazioni, in più e in meno, che ci si potrebbe attendere alla fine dell'orizzonte temporale scelto, intorno alla media aritmetica della performance. La volatilità viene opportunamente calcolata in funzione del tempo opportunità: infatti, a orizzonti temporali maggiori corrisponde un grado di volatilità più elevato.

Stima rendimento finale. È la stima del rendimento atteso reale, al netto dell'inflazione, espresso in percentuale totalesull'importo investito e calcolato su tutta la durata dell'investimento (al tempo opportunità).

La tabella nella pagina a fianco mostra invece la performance gestionale (ossia il risultato differenziale tra il portafoglio e il benchmark) per ciascun fondo a capitale protetto analizzato. L'analisi, effettuata da **Progetica** su un campione numericamente contenuto e con profili di rischio-rendimento disomogenei, fornisce, nonostante le limitazioni, alcune indicazioni importanti per valutare i risultati della attività dei gestori in uno scenario di mercato negativo e in uno positivo.

L'analisi è stata effettuata identificando:

a) lo **scenario negativo** con il periodo dal 2 gennaio 2002 al 4 settembre 2002, durante il quale il mercato azionario (rappresentato dall'andamento dell'indice Msci world) ha sofferto una perdita del 28% e il mercato bilanciato obbligazionario-azionario (media aritmetica degli andamenti degli indici Jpm globale e Msci world) ha sopportato una perdita del 14%;

b) lo **scenario positivo** con il periodo dal 27 agosto 2003 al 28 aprile 2004, durante il quale il mercato azionario (rappresentato sempre dall'andamento dell'indice Msci world) ha registrato un incremento del 9% e il mercato bilanciato (rappresentato sempre come somma del 50% Jpm globale e del 50% Msci world) ha registrato un rialzo del 5%.

Ecco chi protegge di più e chi di meno rispetto al benchmark

| FONDI A CAPITALE PROTETTO | BENCHMARK | Perf. % gestionale scenario positivo | Perf. % gestionale scenario negativo |
|--|---|---|---|
| • Europrius (Nav) Europrius Az.Pr.Europa | Msci World* | -5,565 | 30,328 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Ltd R Gib 90%/Chf | Msci World* | -4,161 | 25,489 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Ltd R Euro Cnt.90 | 100% Dj Euro Stoxx 50 Index | -5,446 | 24,096 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Ltd R Gib 90% Xdm | Msci World* | -2,445 | 22,723 |
| • Ing Invest. Manag. Ing-P C.Cck Japan | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gbl* | -1,776 | 15,731 |
| • Ing Invest. Manag. Ing-P C.Cck Eurotop 100 | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gbl* | -3,756 | 15,690 |
| • Ing Invest. Manag. Ing-P C.Cck Euro | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gbl* | -3,426 | 13,933 |
| • Ing Invest. Manag. Ing-P C.Cck Us | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gbl* | -2,304 | 13,854 |
| • Ing Invest. Manag. Ing-P Ind Lnk Pr.Mix 90 | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gbl* | -2,047 | 13,473 |
| • Ing Invest. Manag. Ing-P Ind Lnk Pr.Mix 80 | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gbl* | -1,370 | 10,750 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Ltd R Gib 90%/Usd | Msci World | -7,046 | 9,907 |
| • Ing Invest. Manag. Ing-P Ind Lnk Pr.Mix 70 | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gbl* | -0,554 | 7,699 |
| • Agora Invest.Sgr Spa Agora Val.Protetto 95 | 90% Jpm Global 12M Cash Index In Euro 10% Stoxx Euro 50 | -1,482 | 7,192 |
| • Fineco Asset Mng.Sgr Fineco Am Val.Prot.95 | 90% J.P. Morgan Emu 12M Cash Index 10% Msci World | -0,614 | 1,646 |
| • Fineco Asset Mng.Sgr Fineco Am Val.Prot.90 | 80% J.P. Morgan Emu 12M Cash Index 20% Msci World | -1,261 | 0,316 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Dyn.Fi.100%/Chf | 100% 12-Month Chf Euro Bid Rate Index | -0,285 | -0,908 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Dyn.Fi.100%/Usd | 100% 12-Month Usd Euro Bid Rate Index | -0,772 | -1,433 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Dyn.Fi.100% Xdm | 100% 12-Month Eur Euro Bid Rate Index | 0,783 | -2,050 |
| • Etruria Fund Etruria Dynam.Floor100% | Euro 12 Month Libor | -0,438 | -2,154 |
| • Fineco Asset Mng.Sgr Fineco Am Val.Prot.85 | 70% J.P. Morgan Emu 12M Cash Index 30% Msci World | -1,701 | -2,382 |
| • Antonveneta Abn Amro F. 3A Baseplus | 20% J.P. Morgan Emu Global Diversified 80% Euribor 3 Mesi | -0,525 | -2,415 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Dyn.Fi.95%/Chf | 100% Swiss Bond Index Chf (Foreign) Index | 1,049 | -2,873 |
| • Ing Invest. Manag. Ing-P C.Cck Us/\$ | 50% Msci Wld + 50% Jpm Gbl* | -8,939 | -5,613 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Dyn.Fi.95%/Gbp | 100% Jp Morgan - Uk Traded - Gbp Index | 2,966 | -6,273 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Dyn.Fi.95% Xdm | 100% Jp Morgan - Govt Bonds - Emu Traded - Eur Index | 0,405 | -6,327 |
| • Ubs Gib.A.M. Ubs-L Dyn.Fi.95%/Usd | 100% Jp Morgan - Us Traded - Usd Index | 0,364 | -8,623 |
| • Schroder Isf Sicav Sisf-A Eurp.Defens. (A) | 100% Citigroup Emu 3 M. Eurodeposit | 4,025 | -10,498 |

* Fondi senza un benchmark dichiarato, a cui è stato associato un benchmark di comparto