

LUISS Guido Carli

Facoltà: economia

Cattedra: finanza aziendale

Benchmark e valutazione del portafoglio finanziario

**Relatore
Prof. Fulvio Milano**

**Candidato
Nicolò Lozzi
Matricola: 150521**

ANNO ACCADEMICO 2010/2011

Sommario

Introduzione	3
1. Il benchmark	7
1.1 Utilità del benchmark	7
1.2 Caratteristiche fondamentali del benchmark	10
1.3 Costruzione del benchmark	11
1.4 Orizzonte temporale e rischio nella costruzione del benchmark	18
1.5 Efficienza del benchmark	20
1.6 Risk diversification	29
2. La gestione del portafoglio finanziario	40
2.1 Gestione passiva	41
2.2 Gestione attiva	45
2.3 Behavioural finance	49
2.4 Gestione semi-attiva	54
2.5 Una gestione indipendente dal benchmark: i fondi flessibili	57
3. Performance nel risparmio gestito	63
3.1 Il rendimento di periodo nella gestione patrimoniale	65
3.2 Misurazione del rischio	68
3.3 Principali fattori di rischio	72
3.4 Misure di performance aggiustate per il rischio	74
3.5 Misurazione della bravura del gestore	78
Caso di studio: fondi gestiti a benchmark e fondi flessibili in Italia – Eurizon Capital	84
Conclusioni	102
Bibliografia	107

INTRODUZIONE

Il benchmark nasce negli Stati Uniti come strumento di supporto nella valutazione degli investimenti obbligazionari. Un paese finanziariamente evoluto quali gli USA permise infatti la sua diffusione già negli anni '70, nonostante la mancanza di una regolamentazione formale che ne definisse le regole di composizione e utilizzo.

In Italia la diffusione avviene alla fine degli anni '80, guidata dagli organi di regolamentazione e controllo. Nel 1998 la Consob arriva a stabilirne l'obbligo di indicazione nei contratti di gestione. L'art 50, comma 2, del regolamento Consob n. 11522 del 1998, riguardante la disciplina degli intermediari finanziari, stabilisce infatti che le SICAV e le SGR indichino, nel prospetto informativo dei fondi o comparti gestiti, il parametro di riferimento utilizzato. Viene dunque imposta massima chiarezza nei confronti del mercato sui benchmark di riferimento utilizzati per le forme di risparmio gestito. Il benchmark assume rilevanza non solo ex-post, quale parametro di valutazione della performance, ma anche ex-ante, come punto di riferimento delle politiche di gestione del portafoglio da parte degli operatori.

La maggiore influenza che oggi caratterizza il benchmark è diretta conseguenza delle crisi del 2001 e soprattutto del 2008. Queste hanno messo in discussione l'efficienza dei sistemi di controllo dei settori bancari (si è reagito con Basilea 2 nel 2006 e ora con la imminente Basilea 3) e finanziari. È proprio quest'ultimo il campo in cui si andrà a focalizzare il presente lavoro.

Negli ultimi anni, la maggiore volatilità dei mercati finanziari e la crisi finanziaria internazionale, unite a performance deludenti nella gestione dei fondi, hanno portato a formulare diverse considerazioni sull'importanza di una più corretta definizione e gestione del rischio degli investimenti.

La necessità di tutelare gli investitori ha fatto sì che si desse maggiore enfasi alla trasparenza del rapporto cliente-gestore. Il benchmark assume dunque proprio questo ruolo. Diventa lo strumento fondamentale ed essenziale per

una corretta comunicazione tra gestore e risparmiatore. Il benchmark rappresenta il parametro primo su cui il portfolio manager deve basare la sua politica di gestione, il punto di partenza per ogni considerazione di carattere strategico. Allo stesso tempo, il parametro di riferimento utilizzato come benchmark, è un indicatore dell'andamento generale del mercato facile da interpretare anche per i non addetti ai lavori; gli investitori, infatti, possono utilizzarlo per fare un confronto semplice e immediato con la performance del proprio investimento e per giudicare l'operato del proprio gestore.

Nell'analisi del benchmark bisognerà poi tenere da conto le differenze derivanti dalla circostanza che questo è un portafoglio fittizio e che, come tale, non è caricato dei costi che invece caratterizzano i portafogli reali dei sottoscrittori con ripercussioni sui rendimenti effettivi.

Bisognerà altresì considerare le implicazioni di un'errata scelta del portafoglio benchmark; si assiste spesso all'esaltazione (ingiusta) dell'abilità di manager (in realtà mediocri) che superano benchmark troppo facili da battere.

Questi sono gli argomenti che, rappresentando la componente "core" del lavoro, verranno trattati nella prima parte dell'elaborato; questa viene conclusa con un paragrafo sulla diversificazione del rischio che, negli ultimi anni, ha visto nascere nuove teorie che non la identificano più in una mera asset allocation, ma piuttosto in una vera e propria distribuzione del budget di rischio di un investimento tra le asset class che compongono il portafoglio.

La parte più propriamente accademica del lavoro continua con altri due capitoli.

Il capitolo n. 2 è incentrato nella distinzione tra tecniche di gestione del portafoglio finanziario rispetto al benchmark. Si esaminano, quindi, lo stile di gestione passivo, volto ad una replica più o meno fedele del parametro di riferimento, e lo stile di gestione attivo, finalizzato invece alla ricerca dell'extra-rendimento rispetto al portafoglio di mercato. In questo secondo metodo di gestione del portafoglio ci si affida, dunque, alle capacità e alle conoscenze del proprio gestore, alla sua capacità di offrire valore aggiunto al portafoglio tramite la sua professionalità ed esperienza nel settore. Dalle

considerazioni fatte su questi due stili di gestione, si fa anche cenno ad una terza strada percorribile dal gestore, quella della strategia semi-attiva. Questa è il frutto di studi recenti ed è volta alla ricerca di un giusto equilibrio delle gestioni passive e attive per mezzo di un portafoglio suddiviso nettamente in due parti: una parte centrale e preponderante gestita passivamente ed un secondo portafoglio, di peso minoritario, volto alla ricerca degli extra-rendimenti tramite strategie attive di gestione.

Il capitolo, dopo un accenno anche al tema della finanza comportamentale, si conclude con l'introduzione all'argomento che sarà poi oggetto anche del caso di studio finale, quello dei fondi flessibili. Questi rappresentano l'evoluzione della disciplina del risparmio gestito oltre il benchmark. Sono fondi che, difatti, non fanno riferimento ad alcun parametro di riferimento e che lasciano piena libertà al gestore nella costruzione del portafoglio. Il livello di rischio viene misurato, per questa tipologia di strumento, attraverso il VaR, il quale rappresenterà l'unico vero limite imposto ai gestori nel corso dell'investimento.

Il terzo capitolo della tesi tratta delle metodologie di misurazione della performance di un investimento e della loro valutazione in relazione al livello di rischio assunto nella gestione. Il capitolo si apre con una panoramica dei risultati ottenuti dai fondi comuni in Italia nell'ultimo anno. Si esaminano poi il metodo di misurazione dei rendimenti di tipo assoluto e, successivamente ad una parte riguardante la misurazione del rischio e la definizione dei maggiori fattori di rischio per un portafoglio finanziario, si arriva a completare l'analisi con l'esposizione delle tecniche di misurazione del "rendimento aggiustato per il rischio".

Il terzo capitolo termina, infine, con un paragrafo sulla misurazione della abilità del gestore. S'individua, perciò, la parte di performance del portafoglio ottenuta grazie alle precise scelte del portfolio manager. In questo paragrafo si farà, dunque, riferimento ai fattori del "market timing" e dello "stock picking", alla loro misurazione e alla incidenza che hanno sui rendimenti ottenuti dall'investimento.

La tesi si conclude, infine, con uno studio su alcuni dei maggiori fondi comuni di diritto italiano della Eurizon Capital, la società di gestione del risparmio del gruppo Intesa Sanpaolo. In particolar modo ci si è focalizzati sulle performance ottenute negli ultimi tre anni (dalle perdite della crisi del 2008 al recupero degli ultimi due anni) dalle maggiori categorie di fondi. Una prima distinzione ha riguardato la classica ripartizione tra fondi azionari, obbligazionari e bilanciati. Questi sono poi stati a loro volta racchiusi in un'unica macro-categoria, quella dei fondi gestiti a benchmark, da contrapporsi ai fondi flessibili. Proprio quest'ultimo aspetto è stato quello su cui si è posto maggiormente l'accento, esaminando le differenze nei risultati ottenuti dalle due tipologie di gestione, una facente riferimento al parametro di riferimento, l'altra svincolata da qualsiasi costrizione nella composizione del portafoglio (con l'eccezione del livello di rischio assunto).

1. IL BENCHMARK

Il termine benchmark può essere tradotto letteralmente come “punto di riferimento”. Nonostante una traduzione comune, la sua interpretazione e applicazione varia a seconda del settore di attività. In un’accezione economica e, più in particolare nel contesto aziendale, per benchmarking si intende l’attività di confronto sistematico della propria azienda con quei concorrenti che sono ritenuti i migliori del proprio settore al fine di carpire i loro punti forza e agire sulle proprie debolezze.

Nel contesto finanziario il benchmark è un portafoglio *fittizio*, un indice di riferimento rappresentativo di un determinato mercato con cui confrontare la performance del proprio portafoglio. In altri termini, il benchmark è un portafoglio che riflette la composizione e il peso delle attività finanziarie presenti nei portafogli *reali* proposti ai risparmiatori. È proprio a questa definizione di benchmark che questo lavoro fa riferimento.

1.1 Utilità del benchmark

Il benchmark è da sempre stato uno strumento in mano ai gestori come punto di riferimento da cui partire nella definizione degli investimenti da attuare. Negli ultimi anni è diventato uno strumento, per così dire, “più democratico”. La Consob, rendendo obbligatoria la sua comunicazione ai clienti del risparmio gestito, lo ha fatto diventare un strumento di “pubblica utilità”¹. Il benchmark è dunque diventato un indicatore in grado di fornire un’idea orientativa sul tipo di investimento che si fa o della politica di gestione tenuta dalla società. Permette di valutare il rischio del mercato in cui il portafoglio è investito e compiere una valutazione sulla gestione in base alla performance ottenuta rispetto all’indice di riferimento stesso.

¹ De Marchi Gianluigi, “Scegliere il fondo giusto: come utilizzare il benchmark per valutare i prodotti del risparmio gestito”, 2001

Il benchmark ha assunto quindi una duplice configurazione in funzione che lo si guardi dal punto di vista del gestore del fondo o del sottoscrittore².

Dal punto di vista dell'investitore, il benchmark rappresenta il parametro di valutazione per giudicare l'operato del gestore e il valore aggiunto che questa gestione ha dato al suo portafoglio. Il benchmark è inoltre in grado di definire il livello di rischio assumibile nell'investimento e di circoscrivere l'insieme di asset-class da prendere in considerazione nella costruzione del proprio portafoglio. Infine, poiché rischio e scelta delle asset-class sono da confrontarsi con quello che è stato individuato come indice di riferimento, è possibile anche interpretare lo stile di gestione adottato dal portfolio manager.

Per quanto concerne il gestore, il benchmark rappresenta la primaria informazione su cui basare le proprie scelte di gestione. I portfolio managers sono, infatti, valutati e premiati non in termini di performance assoluta registrata dal portafoglio, ma in funzione degli scostamenti positivi ottenuti rispetto al benchmark. È necessario dunque garantire che l'indice di riferimento sia effettivamente rappresentativo del mercato in cui si sta investendo. Un'errata definizione del benchmark potrebbe portare, da un lato, al raggiungimento troppo semplice di sopra-performance e alla distorsione del giudizio sulla gestione; dall'altro lato, un portafoglio benchmark che non si trovasse sulla frontiera efficiente di Markowitz porterebbe alla costruzione di portafogli non ottimali.

L'uso del benchmark per monitorare un investimento ha quindi sicuramente dei vantaggi³:

- Valutazione consapevole e oggettiva dell'investimento da parte del sottoscrittore;
- Consapevolezza dei rendimenti ottenibili in relazione al grado di rischio e all'orizzonte temporale prescelti;
- Indicazione degli strumenti e dei mercati in cui il fondo investe;

² Bolognesi Enrica, Tasca Roberto, "Il ruolo del benchmark tra passato e futuro", 2009

³ Barbati Cinzia, "Benchmark e fondi comuni", Assogestioni

➤ Valutazione della performance del fondo.

Il benchmark è, infatti, un indice in grado di rispecchiare l'andamento di un portafoglio reale che ne abbia la medesima composizione in termini di: tipologia di investimento (azioni, obbligazioni, liquidità); pesi assegnati ad ognuna componente del portafoglio; area geografica cui fare riferimento (nazionale, globale, Europa, America, Paesi emergenti ecc.).

Dalla volatilità del benchmark ne possiamo trarre il livello di rischio, inteso come variabilità dell'andamento del portafoglio. Anche in questo caso, la variabilità sarà diretta conseguenza della tipologia di investimento effettuata (un investimento azionario è considerato più rischioso di uno obbligazionario in virtù delle maggiori oscillazioni cui sono soggette le azioni; un investimento in Paesi emergenti è considerato piuttosto rischioso in quanto si tratta di paesi che fanno massiccio ricorso all'indebitamento per finanziare il proprio sviluppo).

Infine, dall'analisi dei movimenti e dei rischi assunti nel portafoglio benchmark, siamo in grado di fare delle previsioni su quelle che potrebbero essere le performance future del portafoglio reale. Una volta poi in possesso di dati effettivi sui rendimenti dell'investimento, si potrà procedere ad un confronto con il benchmark allo scopo di estrarne delle valutazioni circa le politiche di investimento adottate, la bravura o meno del gestore e la correttezza delle sue scelte. Se, infatti, valutassimo la performance del portafoglio in termini assoluti potremmo formulare delle considerazioni non veritiere. Facciamo un paio di esempi. Ipotizziamo innanzitutto di aver investito esclusivamente in un portafoglio di obbligazioni italiane e di aver ottenuto un rendimento annuo del 5%; se considerassimo questo investimento in termini assoluti ne avremmo sicuramente una valutazione positiva. Se però, nello stesso periodo di tempo, il comparto obbligazionario italiano nel suo complesso, ha fatto registrare un performance del 7%, allora dovremmo riconsiderare la nostra opinione sull'investimento. In questo caso, infatti, sarebbe chiaro che, nonostante una performance positiva del fondo, il gestore non abbia colto tutte le opportunità che il mercato gli offriva. Una

sbagliata allocazione delle risorse, o un timing sbagliato, hanno fatto sì che il portafoglio abbia avuto un risultato peggiore rispetto al mercato di riferimento. La valutazione dell'investimento quindi non potrà essere che negativa.

Consideriamo adesso un altro scenario. Immaginiamo di avere sempre investito in obbligazioni italiane, questa volta con una performance annuale del 7%; un investimento alternativo sarebbe potuto essere quello di investire in azioni italiane. Queste hanno avuto nell'anno una performance del 20%. Sempre partendo da una valutazione di tipo assoluto verrebbe da pensare di avere sbagliato investimento. Andando a considerare i rispettivi mercati di riferimento scopriamo invece che: l'andamento generale delle obbligazioni italiane ha fatto registrare un +6%, mentre quello delle azioni un +25%. È chiaro che dovremo riformulare le nostre considerazioni. L'investimento obbligazionario, infatti, è stato sicuramente una scelta giusta dal momento che abbiamo ottenuto una sovra-performance del 16,6% rispetto all'indice di riferimento. Dall'altro lato l'investimento azionario, positivo in valore assoluto, ha avuto una sotto-performance rispetto al suo benchmark di ben 20%.

Da queste considerazioni emerge come una valutazione assoluta dell'andamento di un portafoglio non sia accettabile; la definizione di un benchmark di riferimento con cui confrontare il proprio investimento è assolutamente necessaria per avere una visione obiettiva della situazione dei risparmi degli investitori e delle movimentazioni del mercato nel suo complesso.

A questo punto è necessario fare chiarezza su quali devono essere le caratteristiche che un indice di riferimento deve possedere affinché sia effettivamente utile ai fini di una gestione efficace del portafoglio.

1.2 Caratteristiche fondamentali del benchmark

Le caratteristiche fondamentali definite da Assogestioni che un benchmark deve possedere per essere un parametro di riferimento valido sono quattro:

- **Trasparenza:** ogni investitore dovrebbe essere in grado di costruire l'indice di riferimento. Le regole di costruzione devono essere chiare e comunicate al pubblico, anche nell'ottica del controllo dei propri risparmi. A garanzia della massima trasparenza è dunque stabilito che la costruzione degli indici sia elaborata da soggetti terzi;
- **Rappresentatività:** gli indici devono essere costruiti in modo da rappresentare il mercato di riferimento e le politiche di gestione del portafoglio. Questo significa che è necessario sia efficiente e coerente;
- **Replicabilità:** i titoli che fanno parte dell'indice devono poter essere acquistati sul mercato dal risparmiatore; deve potersi riprodurre la composizione del benchmark;
- **Hedgeability:** il benchmark deve essere coperto da strumenti di hedging. L'utilizzo di derivati deve permettere la copertura del portafoglio e l'abbassamento dei costi di transazione.
- **Indici riferiti a mercati regolamentati**

1.3 Costruzione del benchmark

Il benchmark, abbiamo detto, è un parametro che riflette l'andamento del mercato o di un segmento di questo. Può essere costituito da uno o più indici finanziari: un indice singolo, nel caso in cui si abbia un unico mercato di riferimento; un insieme di indici finanziari nel caso sia rappresentativo di più mercati o più segmenti di questi. In questo secondo caso, a ogni indice viene assegnato un peso e vengono poi aggregati tra loro in un unico indice statistico.

Gli indici di riferimento si caratterizzano in funzione dell'estensione del paniere di titoli presi in considerazione e per la tipologia di questi titoli. Inoltre, un altro elemento essenziale da considerare, è dato dal criterio di ponderazione adottato per l'assegnazione dei pesi ai titoli in questione.

La classificazione dei fondi comuni fatta da Assogestioni può essere un punto di partenza per l'analisi in questione. Assogestioni divide in prima approssimazione i possibili investimenti in cinque macro-classi:

- Azionari
- Bilanciati
- Obbligazionari
- Liquidità
- Flessibili

Queste macro-categorie definiscono le strategie di asset-allocation generali cui il gestore deve attenersi. Quindi, ad esempio, nella categoria "azionari" bisognerà investire almeno il 70% del patrimonio in azioni e il residuo patrimonio sarà investibile in obbligazioni di qualsiasi emittente e in liquidità.

All'interno di queste categorie-base sono poi distinte molteplici sottocategorie in funzione della particolare tipologia di investimento cui sono dirette. Ad esempio, la categoria "azionari Italia" è rappresentata da investimenti azionari facenti capo a emittenti e mercati italiani.

Tabella 1: categorie di fondi comuni

AZIONARI	OBBLIGAZIONARI
Azionari Italia	Obbligazionari euro governativi breve termine
Azionari area euro	Obbligazionari euro governativi medio/lungo termine
Azionari Europa	Obbligazionari euro corporate investment grade
Azionari America	Obbligazionari euro high yield
Azionari Pacifico	Obbligazionari dollaro governativi breve termine
Azionari paesi emergenti	Obbligazionari dollaro governativi medio/lungo termine
Azionari paese	Obbligazionari dollaro corporate investment grade
Azionari internazionali	Obbligazionari dollaro high yield
Azionari energia e materie prime	Obbligazionari internazionali governativi
Azionari industria	Obbligazionari internazionali corporate investment grade

Azionari beni di consumo	Obbligazionari internazionali high yield
Azionari salute	Obbligazionari yen
Azionari finanza	Obbligazionari paesi emergenti
Azionari informatica	Obbligazionari altre specializzazioni
Azionari servizi di telecomunicazione	Obbligazionari misti
Azionari servizi di pubblica utilità	Obbligazionari flessibili
Azionari altri settori	
Azionari altre specializzazioni	
Fondi di liquidità area euro	
Fondi di liquidità area dollaro	FONDI DI LIQUIDITÀ
	Fondi di liquidità area yen
BILANCIATI	Fondi di liquidità altre valute
Bilanciati azionari	
Bilanciati	
Bilanciati obbligazionari	FLESSIBILI

Fonte: Assogestioni.

Prima di procedere nella costruzione dell'indice bisogna però sempre ricordarsi dei prerequisiti essenziali che un benchmark dovrebbe possedere. Ci si riferisce quindi alle caratteristiche di trasparenza, rappresentatività, replicabilità, hedgeability. Sapendo che alla fine del processo di definizione dell'indice questo dovrà presentare queste qualità, possiamo cominciare ad analizzare quali siano i fattori peculiari su cui basare la classificazione. Anche a questo fine può essere utile la tabella di Assogestioni.

Una prima distinzione possibile è ovviamente quella tra obbligazioni e azioni. Appare chiaro come a questo livello di dettaglio sia molto netta la differenza tra i tipi di indici utilizzabili nei due casi. Se volessimo investire in azioni italiane non potremmo certo prendere come punto di riferimento l'MTS ex-banca d'Italia, quanto piuttosto il FTSE Mib.

Se una differenziazione così ampia non crea sicuramente problemi di ambiguità, qualcuno lo potremmo trovare in fase di selezione dei singoli titoli da includere in ciascuno dei due indici di tipo azionario e obbligazionario. La fase di selezione è una fase cruciale del processo di costruzione del benchmark. Una selezione sbagliata degli indici ci può portare a costruire benchmark inefficienti con le conseguenze negative già ricordate in

precedenza. In primo luogo bisogna farsi una domanda: conviene includere nell'indice tutti i titoli appartenenti al particolare mercato cui stiamo facendo riferimento o solo una selezione di questi? Ci sono ovviamente vantaggi e svantaggi in entrambe le strategie. La considerazione del ruolo che il benchmark dovrebbe assumere (rappresentazione del mercato di riferimento) ci potrebbe portare a concludere che sia sicuramente preferibile un indice quanto più completo possibile. La comprensione nell'indice di riferimento di tutti i titoli presenti sul mercato ci fornirebbe un campione obiettivo, di chiara interpretazione e esente da selezioni arbitrarie di titoli. Dall'altro lato, bisogna considerare che un campione di questo genere comporterebbe il rischio di considerare anche quelle attività difficilmente negoziabili, se non addirittura non negoziabili, o poco liquide. In virtù di quanto detto, potremmo concludere che sia sicuramente più opportuno una selezione attenta delle attività da includere. Questa selezione dovrebbe essere effettuata in base ad alcune considerazioni in merito alla preferibilità dei titoli da considerare. Saranno dunque preferibili:

- Obbligazioni ad alti volumi di emissione in quanto maggiormente caratterizzanti il mercato
- Azioni a maggiore capitalizzazione in quanto garantiscano una migliore rappresentatività del mercato
- Titoli ad alta negoziabilità e liquidità

Le categorie generali di azioni e obbligazioni sono, però, profondamente diverse nelle peculiarità. Dobbiamo quindi fare uno studio separato delle caratteristiche che influenzano la costruzione dei rispettivi indici.

Per quanto riguarda il comparto azionario, possiamo individuare alcuni fattori principali su cui basare la selezione delle attività che entreranno a far parte dell'indice. Abbiamo già citato l'importanza della capitalizzazione del titolo, della sua negoziabilità e liquidità. Un ulteriore aspetto da prendere in considerazione è dato dalla "rappresentatività"; è necessario, infatti, che le attività scelte siano rappresentative del mercato o segmento di mercato cui

stiamo facendo riferimento. Possiamo citare alcuni degli aspetti più importanti con cui un investimento può essere identificato⁴:

- Area geografica della società emittente (ad es. Europa, America, Paesi emergenti);
- Settore di attività della società emittente (ad es. bancario, finanziario, energetico);
- Dimensione della società emittente (small, large).

Il caso delle obbligazioni è, invece, ben più complesso in virtù della grande varietà di categorie obbligazionarie, della difficoltà a raggrupparle in gruppi omogenei e della possibilità di modifiche in corso da parte dell'ente emittente.

Ciò su cui dobbiamo basare la classificazione delle obbligazioni è data, in primo luogo, dalle tipologie di rischio che le caratterizzano all'emissione. Questo, infatti, può essere di grande utilità a capire immediatamente quali tipi di obbligazioni prendere in considerazione nella costruzione del benchmark, ma anche del portafoglio reale, in funzione del livello di rischio che intendiamo affrontare. Possiamo dunque fare riferimento a⁵:

- Rischio di credito: dipende dalla tipologia dell'ente emittente (titoli di stato, corporate bond);
- Rischio di cambio: è funzione della valuta di emissione;
- Rischio solvibilità: è funzione della durata dell'obbligazione presa in considerazione. Possiamo distinguere tra "investment grade" (titoli ad elevata solvibilità) e "speculative grade" (minore solvibilità ma possibilità di rendimenti maggiori);

⁴ Basile Ignazio, "Benchmark e performance dei portafogli azionari e obbligazionari: scelte di gestione e valutazione del rendimento e del rischio degli investimenti"; Bancaria Editrice

⁵ Basile Ignazio, "Efficienza dei benchmark obbligazionari e politiche di gestione e misurazione delle performance degli investitori istituzionali", 2001

- Rischio di interesse: dipende dal ritorno che ci si aspetta in termini di rendimento.

A questo punto abbiamo individuato i titoli da includere nell'indice benchmark. Si pone ora il problema di pesare queste attività. Sia per le obbligazioni che per le azioni distinguiamo fra tre metodologie di calcolo dei pesi dei titoli (Basile, 2001):

- Indici "equally weighted": ai titoli è assegnato lo stesso peso;
- Indici "price weighted": i titoli vengono ponderati sulla base dei prezzi di mercato;
- Indici "value weighted": titoli ponderati in base alla loro capitalizzazione (tecnica maggiormente utilizzata).

Una volta individuato il paniere di titoli da considerare per la costruzione del benchmark, aver selezionato i titoli che meglio rappresentano questo mercato, aver individuato quali sono i rischi tipici dell'economia considerata e quali i ritorni possibili, sulla base della metodologia di ponderazione scelta per queste attività, possiamo infine arrivare alla definizione del benchmark vero e proprio tramite la seguente formula⁶:

$$I_t = I_{t-1} \times (1 + w_1P_1 + w_2P_2 + \dots + w_iP_i + \dots + w_nP_n)$$

I = indice definito come benchmark

P_i = performance dell'attività "i" nel periodo di tempo considerato

w_i = peso assegnato all'attività "i" ($\sum w_i = 1$)

t = periodo di tempo considerato per il calcolo dell'indice

⁶ De Marchi Gianluigi, "Scegliere il fondo giusto: come utilizzare il benchmark per valutare i prodotti del risparmio gestito", 2001

Abbiamo così determinato il benchmark: un indice, o un insieme di indici, ciascuno composto da più attività cui è stato assegnato un peso sulla base di precise caratteristiche. Possiamo quindi vedere il benchmark come una misura statistica sintetica (ma non statica) che rappresenta un ipotetico portafoglio rappresentativo dell'andamento generale di uno specifico mercato individuato in base ai vincoli posti dalla clientela e dalla società di gestione stessa.

È importante ora fare un'ulteriore precisazione e sottolineare il fatto che questo indice non sia statico. Torna, allora, di nuovo utile la tabella di classificazione fatta da Assogestioni. Ognuna delle categorie di fondi individuate lasciano infatti ai gestori margini operativi piuttosto ampi. Un investimento nella componente azionaria, per esempio, abbiamo visto dover essere composto da attività azionarie per almeno il 70%; questo vuol dire che il gestore potrà decidere di formare un portafoglio azionario con esattamente il 70% di azioni, ma anche arrivare ad un portafoglio interamente costituito da azioni. Inoltre, nel corso del tempo, potrebbe succedere che la componente azionaria aumenti o diminuisca entro questo intervallo. Questo comporterà adattamenti del benchmark di riferimento per farlo rimanere conforme a quella che è la natura effettiva dell'investimento. Ancora, potremmo arrivare al caso in cui le azioni scendessero al di sotto del 70%; in questo caso, non solo dovremmo rivedere l'indice di riferimento, ma cambieremmo anche il tipo di categoria Assogestioni, passando ad esempio ad un fondo bilanciato.

Il gestore deve dunque costantemente monitorare quelli che sono i movimenti dei titoli nel portafoglio ed aggiustare tempestivamente l'indice di riferimento al fine di rispecchiare correttamente la politica di investimento adottata.

Il benchmark, infine, ricordiamo essere un parametro di riferimento. In quanto tale, sarà possibile per il gestore discostarsene entro certi limiti in virtù di determinate scelte di gestione (De Marchi, 2001). Prendiamo il caso di un investimento in un fondo "azionari italiani" e ipotizziamo che la componente azionaria pesi nell'indice di riferimento per il 90% e il restante

10% sia rappresentato da obbligazioni a breve termine (questo è uno schema molto utilizzato nei fondi azionari in quanto si includono attività liquide necessarie a cogliere determinate occasioni di mercato quando si presentino e a permettere eventuali disinvestimenti). In una configurazione del genere, il gestore non sarà obbligato ad investire esattamente il 90% delle risorse in azioni e il restante 10% in obbligazioni a breve; avrà invece una discrezionalità pari all' "x%" nella scelta dell'asset-allocation migliore in base a quelle che sono le sue convinzioni sull'evoluzione del mercato e in funzione della strategia di gestione che ha deciso di adottare (gestione passiva o attiva). Dunque, l'attività azionaria potrà pesare nel portafoglio reale per una percentuale compresa tra $(90\% \pm x\%)$.

1.4 Orizzonte temporale e rischio nella costruzione del benchmark

Nel paragrafo precedente si è visto quali sono le fasi e le idee che dovrebbero guidare il processo di formazione del benchmark. In realtà, alla base di tutto questo ragionamento, che va dalla selezione dei titoli alla definizione dei pesi, ci sono due elementi fondamentali da cui non solo non si può prescindere, ma anzi si dovrebbe far partire l'intera analisi di definizione dell'indice di riferimento. Questi fattori sono l'orizzonte temporale e il rischio⁷, facce diverse della stessa medaglia, in quanto entrambe espressioni della volatilità di un investimento.

Uno degli errori più comuni quando si effettuano scelte di portafoglio è quello di partire dal rendimento che vogliamo raggiungere per mezzo del nostro investimento. Il processo, in verità, è esattamente l'opposto. L'investitore dovrebbe chiedersi: qual è il livello di rischio che sono disposto a sopportare? Quale l'orizzonte temporale che meglio si addice alla mia propensione al rischio? Una volta trovata la risposta a queste domande, e dunque individuate quali attività e orizzonti temporali si confanno a questi

⁷ Barbati Cinzia, "Benchmark e fondi comuni", Assogestioni

obiettivi, solo allora sarà opportuno pensare a come si possa massimizzare il rendimento.

Nell'individuare livello di rischio e orizzonte temporale che più si addicono alle proprie esigenze, bisogna tenere a mente delle regole di base:

- Gli investimenti più rischiosi devono essere valutati su orizzonti temporali maggiori. All'aumentare del livello di rischio sarà necessario utilizzare orizzonti temporali di confronto più lunghi; questo viene fatto per evitare che gli andamenti più casuali e meno prevedibili del breve periodo ci diano dei risultati non veritieri sulla reale gestione dell'investimento;
- Meno è liquida l'attività, più è rischioso l'investimento.

Sulla base delle categorie di fondi definite da Assogestioni possiamo dunque individuare dei benchmark con associato ciascuno dei livelli di volatilità. In base alla volatilità di questi indici possiamo racchiuderli in 7 classi di rischio. Questo si rifletterà poi sui singoli investimenti e sugli investitori, identificabili tramite la classe di rischio loro assegnata in funzione alla tipologia di investimento richiesto.

Tabella 2: classi di rischio e volatilità

Classe di rischio	Range	Categoria Assogestioni	Volatilità
1	0	Liq. Area Euro	0,1%
	2,5	Obb. Area Euro BT	1,0%
2	2,5	Obb. Area Euro M/LT	3,7%
	5	Obb. Area Europa	3,9%
3	5	Obb. Internazionali	5,5%

	10	Obb. Misti	6,9%
4	10	Obb. Area Dollaro	9,8%
		Bilanciati	13,4%
	15	Obb. Area Yen	14,7%
5	15	Az. Internazionali	17,8%
		Az. Europa	18,2%
	20	Az. Area Euro	20,3%
6	20	Az. America	21,0%
		Obb. Paesi Emergenti	22,6%
		Az. Pacifico	23,8%
	25	Az. Italia	23,9%
7	>25	Az. Paesi Emergenti	26,9%

Fonte: Assogestioni.

1.5 Efficienza del benchmark

La corretta costruzione del benchmark e la giusta selezione degli indici che lo vanno a comporre hanno effetti importantissimi sia sulle considerazioni di carattere strategico ex-ante che sulle valutazioni di performance ex-post. Il benchmark, infatti, non esaurisce la sua funzione quale termine di paragone della performance dell'investimento; anzi, la sua funzione più nobile (in quanto più intellettuale) si esaurisce proprio nella fase di definizione dell'orientamento strategico dell'investimento. Il benchmark definisce le linee guida su cui il gestore deve orientare le proprie scelte, gli obiettivi che si deve impegnare a raggiungere. Circoscrive inoltre l'insieme delle attività che possono essere prese in considerazione per l'investimento. Queste restrizioni

nella scelta delle attività possono essere individuate nei vincoli posti dalla clientela (client constraint), nei vincoli istituzionali (institutional constraint) e nei vincoli definiti dalla legge. In questo quadro di restrizioni possiamo distinguere due tipologie particolari di benchmark:

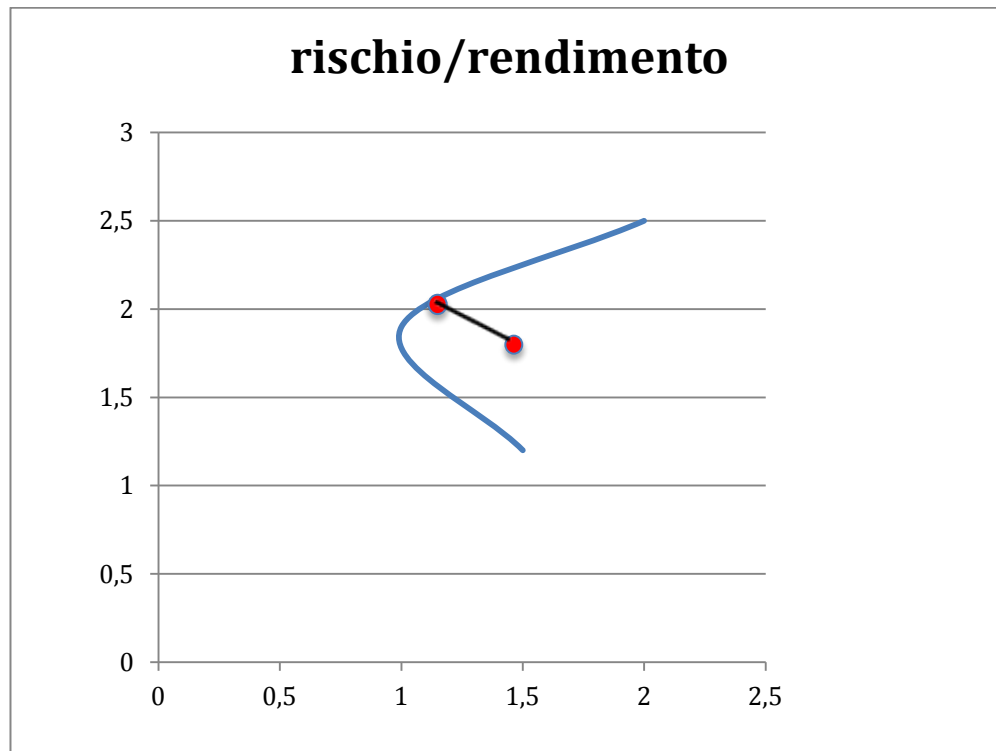
- Il “policy benchmark”: è costituito dall’insieme di direttive di carattere generale che indirizzano l’attività dei gestori. Proviene principalmente dai vincoli definiti dai clienti in termini di grado di rischio accettabile, tipologie d’investimenti ammissibili, rendimenti attesi. Il policy benchmark può essere dunque definito come il target che l’istituzione deve raggiungere entro un determinato orizzonte temporale (Basile, 2001).
- Lo “strategic benchmark”: è una derivazione del policy benchmark. Il policy benchmark stabilisce le linee guida più generali della gestione; lo strategic benchmark trasforma queste linee guida in strategie di allocazione delle risorse, tipologia di gestione e selezione delle attività specifiche. Qui entra realmente in gioco la discrezionalità del gestore e la sua politica di gestione del portafoglio.

Partendo da tali assunti, è chiaro come un’errata individuazione del benchmark abbia effetti distorsivi enormi su tutta la gestione successiva del portafoglio. È necessario dunque, nel calcolo del benchmark, assicurarsi che questo si discosti il meno possibile da quello che Markowitz definisce il “portafoglio efficiente”.

L’analisi dell’efficienza del benchmark richiama, infatti, proprio il modello della frontiera efficiente di Harry Markowitz⁸, uscita per la prima volta in un articolo del 1952. Questo modello dimostra gli effetti positivi di una diversificazione di portafoglio e permette di operare scelte razionali in termini di scelta dei portafogli con il miglior rapporto rischio/rendimento. La

⁸ Bocchialini Elisa, Capizzi Vincenzo, Chiesi Gianmarco, “I principali lineamenti della teoria del mercato dei capitali”, 2009, Bancaria Editrice, Roma

frontiera efficiente di Markowitz si compone, infatti, di tutte le combinazioni ottime di rischio/rendimento.



Fonte: autore

Un benchmark può essere definito efficiente se si posiziona sulla frontiera efficiente, ovvero corrisponde al portafoglio ottimo. La distanza tra benchmark e frontiera portafoglio efficiente viene definita “benchmark error”⁹.

Dato il portafoglio “m” sulla frontiera efficiente, consideriamo di avere un portafoglio benchmark “p”; il suo benchmark error, sulla base degli studi di Dybvig, Ross (1985) e Green (1986), può essere definito come il differenziale tra i rendimenti attesi attribuibile ad un’errata misurazione del rischio sistematico. Con la consapevolezza di questa possibile inefficienza, sarebbe

⁹ Basile Ignazio, “Benchmark e performance dei portafogli azionari e obbligazionari: scelte di gestione e valutazione del rendimento e del rischio degli investimenti”; Bancaria Editrice

utile farsi una domanda preventiva: se il rischio sistematico misurato è errato, come varia il rendimento atteso?

In realtà si potrebbe dire che si perde in partenza in quanto la possibilità che un indice di mercato si trovi ex-ante sulla frontiera efficiente è praticamente nullo. Si parla allora di “quasi efficienza” (Basile, 2001). Nonostante ciò, occorre comunque valutare di quanto il portafoglio benchmark si discosta dalla frontiera delle combinazioni ottime. Infatti, quanto più se ne discosta tanto più sarà inefficiente e, di conseguenza, risulterà più complicato calcolarne correttamente la performance effettiva.

Per calcolare lo scostamento del portafoglio utilizzato come benchmark da quello sulla frontiera efficiente possiamo richiamare il lavoro svolto da Gibbons, Ross e Shanken (1989). Gli autori fanno ricorso all'indice di Sharpe per calcolare questa distanza dal portafoglio ottimo; la formula è la seguente:

$$W = [(\sqrt{1 + \theta_m^2}) + (\sqrt{1 + \theta_p^2})] - 1$$

θ_m = Sharpe ratio del portafoglio θ tangente alla frontiera efficiente;

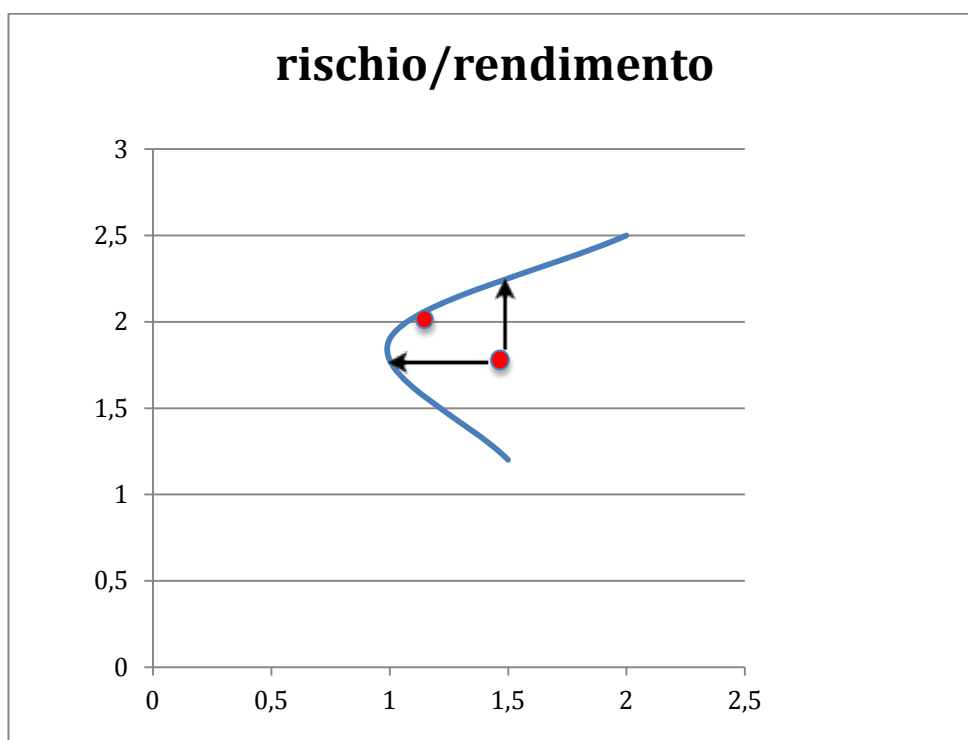
θ_p = Sharpe ratio del portafoglio preso come indice di mercato (benchmark).

All'avvicinarsi del benchmark alla frontiera efficiente la statistica “W” tenderà a zero; al limite in cui gli Sharpe ratio del portafoglio efficiente e di quello di mercato coincidono, la statistica “W” sarà esattamente uguale a zero e il benchmark si troverà precisamente sulla frontiera efficiente (condizione che abbiamo già visto non essere realizzabile ex-ante).

La lontananza del benchmark e il market portfolio implica l'assunzione di rischi maggiori rispetto ai rendimenti attesi. L'errore che un portafoglio benchmark distante dalla frontiera efficiente comporta non si esaurisce in un'alterazione delle valutazioni e misurazioni della performance, ma ci dà indicazioni anche sull' "excess return" sacrificato. L'utilizzo di un benchmark non efficiente, infatti, porta con sé perdite implicite, sotto forma di minori rendimenti conseguiti rispetto al livello di rischio affrontato.

È possibile affrontare queste inefficienze, pur senza azzerarle del tutto, tramite il miglioramento del profilo rischio/rendimento del portafoglio. Questo può venire fatto innanzitutto per mezzo di una migliore selezione delle attività che compongono l'indice di riferimento. Questo obiettivo può essere raggiunto grazie allo studio di quelle attività che possono minimizzare il rischio a parità di rendimento o, al contrario, ricercando attività che, pur facendo rimanere immutato il profilo di rischio del benchmark, sono in grado di generare rendimenti costantemente maggiori rispetto a quelli del mercato obiettivo.

Un altro modo per meglio bilanciare il portafoglio benchmark e minimizzare gli sprechi è dato dalla classica strategia della differenziazione. È possibile, infatti, migliorare il rapporto rischio/rendimento semplicemente allargando la base del benchmark, ossia aggiungendo ulteriori attività alla sua composizione. Si cercherà in particolare di individuare quei titoli liquidi e facilmente negoziabili che siano in grado di ridurre la rischiosità complessiva pur mantenendo il livello di rendimento stabilito.



Fonte: autore

Una delle caratteristiche principali che il benchmark dovrebbe possedere è poi quella della rappresentatività rispetto al mercato preso come obiettivo. L'indice di riferimento deve, infatti, essere in grado di riprodurre esattamente quali siano le scelte di investimento alternative a disposizione del portfolio manager. Deve essere indicativo dei vincoli cui il gestore è soggetto nella costruzione del portafoglio vero e proprio. È necessario dunque che definisca le restrizioni e l'insieme di attività ammissibili che guidano la gestione del portafoglio.

In questo contesto assume primaria importanza la scelta giusta degli indici che andranno a comporre il benchmark. Un rischio derivante dalla scelta di questi indici è quello di *ammorbidire* il portafoglio di riferimento. Questo, a volte, è anche più di un rischio; è una tattica utilizzata dai gestori stessi al fine di rendere il benchmark più facilmente battibile e, in questo modo, conseguire quei premi di gestione (che tanto stanno a cuore) per *extra-performance* solo apparenti. Questo artificio permette di trasformare gestori mediocri in luminari degli investimenti finanziari che, anche in periodo di mercati al ribasso, riescono ad ottenere performance positive rispetto ai propri indici di confronto senza andare a sopportare rischi eccessivi. Come si può capire da questo assunto, anche uno strumento con funzione primaria di fornire chiarezza al pubblico degli investitori, viene convertito (dai più furbi) in un mezzo per ottenere un profitto personale di breve termine. E tutto questo a norma di legge!

Da quanto detto sin'ora, risulta dunque chiaro che ci sia bisogno di una certa cautela e precisione nella selezione degli indici da utilizzare come riferimento. Un esempio può ulteriormente semplificarne la comprensione.

Consideriamo il caso di un investimento in un fondo bilanciato azionario in cui la componente azionaria pesa per l'80% e quella obbligazionaria per il restante 20%. Da questo tipo di portafoglio possiamo individuare diverse configurazioni di benchmark a seconda delle scelte fatte dal gestore. Il benchmark può, infatti, essere composto da indici, tassi di interesse come l'EURIBOR o il LIBOR, o ancora includere i rendimenti di specifiche

obbligazioni governative (government bonds)¹⁰. Nel nostro caso, ipotizziamo di avere scelto come indice azionario il Msci World Index¹¹, indice comprendente le principali aziende quotate dei paesi industrializzati e rappresentative di tutti i settori industriali. Quanto all'indice rappresentativo della componente obbligazionaria possiamo identificare due alternative possibili: l'indice Jp Morgan Global Government Bonds e l'indice MTS sulla zona Euro.

Possiamo intuitivamente capire che, nonostante una base comune data dall'indice Msci World che pesa per l'80% sull'indice di riferimento, l'utilizzo di un indice obbligazionario piuttosto che l'altro influenzerà la performance finale del benchmark. Gli andamenti discostanti del Jp Morgan Global e dell'indice MTS Euro richiedono dunque una scelta ponderata in funzione del tipo di investimento che si andrà a compiere. L'eventuale scelta dell'MTS Euro, caratterizzato da un andamento maggiormente in flessione nell'ultimo anno rispetto al Jp Morgan Global, porterebbe, infatti, alla formulazione di un benchmark con performance inferiore.



Figura 1: Jp Morgan Global Government Bonds

¹⁰ www.investinginbondseurope.org

¹¹ Morgan Stanley Capital International

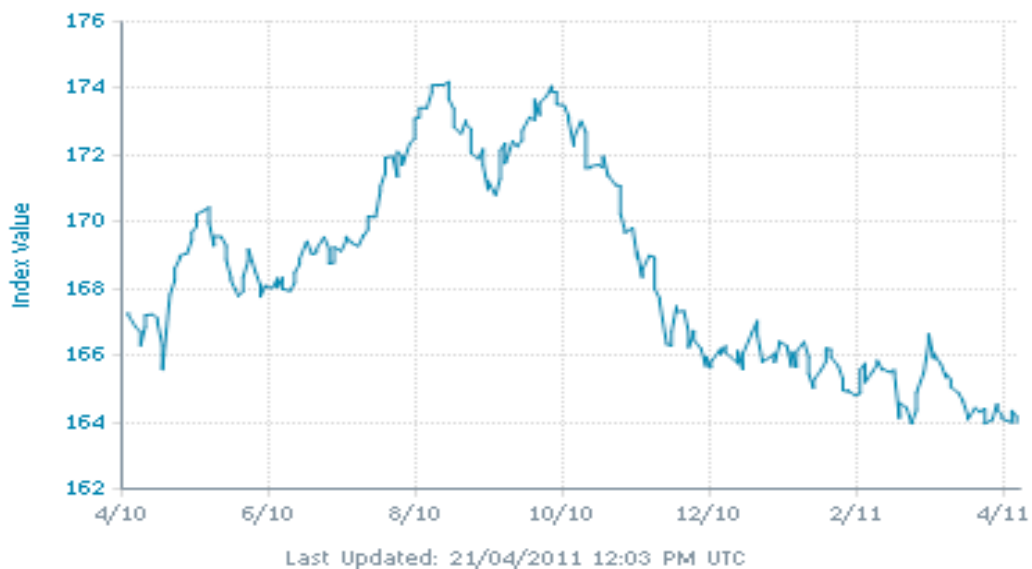


Figura 2: MTS Euro indeces

Fonte: www.investinginbondseurope.org



Figura 3: Msci World Index

Passiamo ora ad un confronto numerico tra le performance di riferimento che otterremmo nei due casi in questione. Per calcolare la performance dell'investimento in ogni singolo asset procediamo come segue: prendiamo il

valore della quota al tempo t e lo dividiamo per quello della quota al tempo t-1; quindi si sottrae il valore 1 al risultato così ottenuto¹².

$$[(\text{valore investimento in } t / \text{valore investimento in } t-1) - 1]$$

Una volta individuata la performance per ognuno dei tre indici, li combiniamo in due benchmark alternativi pesando gli indici in funzione della tipologia di investimento (bilanciata azionaria con l'80% di azioni e il 20% di obbligazioni).

	apr-10	apr-11	performance
Msci World	1227	1359	10,76%
Jp Morgan Global	420	430	2,38%
MTS Euro	167	164	-1,80%
benchmark 1			9,08%
Benchmark 2			8,24%

Il benchmark sarebbe dunque così composto:

- Msci + Jp Morgan Global = 9,08%
- Msci + MTS Euro = 8,24%

Questo mostra come la scelta degli indici che utilizziamo nella costruzione del parametro di riferimento ne influenzi la performance con cui ci andremo poi a confrontare. La differenza di 84pb rende ovviamente il secondo benchmark più allettante poiché più facile da battere. Con la finalità di individuare un indice con potenzialità di crescita minore, il portfolio manager di fatto influenza ex-ante l'intero processo di efficiente e corretta costruzione del benchmark e, ex-post, la valutazione del suo operato da parte dei risparmiatori. Queste distorsioni sono figlie quindi di una politica di investimento e selezione delle attività del portafoglio reale non coerenti con quelle che sono invece le informazioni ricavabili dal benchmark.

¹² Adamo Rosa, "Il rendimento nelle scelte di investimento azionario di lungo periodo: PIC e PAC a confronto"

1.6 Risk diversification

Nella teoria classica di portafoglio ci si riferisce abitualmente all'asset allocation come ad un sinonimo di diversificazione del rischio. Più corretto sarebbe dire che l'asset allocation consiste nella diversificazione del portafoglio finanziario in asset class diverse al fine di non vincolare l'andamento del proprio investimento ad un numero esiguo di titoli; questo infatti comporterebbe che un eventuale crollo di una singola attività avrebbe ripercussioni pesanti sulla performance dell'intero portafoglio. Questo approccio non è però garanzia di minimizzazione del rischio. Nell'approccio tradizionale, l'ottenimento di rendimenti maggiori è perseguito tramite la costruzione di portafogli concentrati sulla componente azionaria e la riduzione del rischio è raggiunta, in teoria, per mezzo di una diversificazione tra titoli azionari appartenenti a diversi mercati (geografici, settoriali, large/small); questo porta ad ottenere un portafoglio comunque definito da un unico beta (elevato) che è quello del mercato azionario. Studi empirici hanno dimostrato, per di più, che un portafoglio con una componente azionaria di solo il 40% è tutt'altro che un investimento con livello di rischio moderato. Una tale percentuale di azioni può, infatti, arrivare ad incidere sulla variabilità del portafoglio per oltre il 90%.

Questo contesto mostra come non si può fare confusione tra diversificazione delle asset class e allocazione del rischio. Una determinata ripartizione del capitale tra azioni e obbligazioni non corrisponde necessariamente ad un'analoga allocazione del rischio.

Il pericolo maggiore deriva sicuramente dalla componente azionaria dell'investimento; una focalizzazione eccessiva su questa categoria di asset rispetto al profilo di rischio desiderato sbilancia il portafoglio e lo espone ad un livello di rischio eccessivo e a perdite potenziali ben maggiori di quelle cui si era disposti a far fronte nella ricerca del profitto. Diventa allora indispensabile che il gestore concentri la propria attenzione sul risk budgeting. Una definizione di risk budgeting viene data dal Dr. Yücel Özkaya, Head of Investment Controlling della VP Bank a Zurigo:

“Il risk budgeting è processo di scomposizione del rischio aggregato di un portafoglio nelle sue costituenti (fattori di rischio) su una base quantitativa, definendo i limiti di rischio (risk budgets) di ciascuna asset class.”

Qualsiasi gestore, dunque, dovrebbe rivolgere la propria attenzione al monitoraggio del rischio per identificarne le fonti e distribuirlo sul portafoglio in maniera efficiente. Questo non significa evitare o eliminare il rischio (obiettivo peraltro non verosimile) quanto piuttosto gestirlo per ottenere il rendimento che ci si era prefissati. Ai fini di questo controllo il primo passo da compiere è distinguere tra rischio sistematico e rischio attivo. Il primo è il risultato della composizione passiva del portafoglio in asset class rappresentative dei settori del mercato; ci si riferisce, dunque, all’allocazione del capitale tra le macro-classi delle azioni, delle obbligazioni e della liquidità. All’interno di ciascuna di queste macro-classi sarà poi possibile individuare determinate caratteristiche su cui focalizzare l’investimento (ad esempio, per le azioni si distinguerà tra large e small cap; nel comparto obbligazionario si potrà scegliere tra corporate e government, in base alla scadenza, alla duration ecc.).

Il rischio attivo è invece quello assunto dai gestori nella ricerca degli “alfa”, ossia di extra-rendimenti rispetto al portafoglio identificato come benchmark. In questo caso assume un ruolo rilevante l’abilità del gestore nel selezionare settori, azioni e altre attività che presentano buone opportunità di rendimento in virtù di elementi di disomogeneità rispetto ai movimenti degli indici di mercato. La bravura del gestore sarà dunque valutabile come la sua capacità di trarre dei vantaggi dalle imperfezioni che caratterizzano i mercati finanziari.

Il rischio del portafoglio finanziario può essere allora scomposto, in prima approssimazione, tra rischio sistematico (preponderante, circa il 90%) e rischio attivo (che rappresenta il restante 10% del rischio complessivo assunto).

Altra distinzione di importanza vitale nelle tecniche di gestione del portafoglio è quella che definisce il livello di rischio apportato dalla componente azionaria e da quella obbligazionaria. Studi recenti¹³ hanno mostrato come le azioni abbiano un ruolo predominante rispetto alle obbligazioni nella partecipazione al rischio complessivo, sicché risulta fuorviante una semplicistica diversificazione tra asset class. Ipotizziamo di avere un classico portafoglio composto da azioni per il 60% e da obbligazioni per il 40%. A primo impatto si potrebbe pensare di trovarci di fronte ad un investimento moderatamente rischioso ma comunque ben diversificato tra attività con differenti caratteristiche e gradi di volatilità. La realtà è ben diversa ed è possibile mostrarla partendo da un semplice assunto della costruzione del portafoglio che dice “Don’t put all your eggs in one basket”.

Un portafoglio del tipo 60/40 è spesso causa di confusione negli investitori, che lo ritengono (sbagliando) un investimento non eccessivamente rischioso in virtù di una abbondante (ne siamo sicuri?) componente obbligazionaria in grado di bilanciare la volatilità di quella azionaria. In verità bisogna tenere presente che la volatilità (espressa come deviazione standard) della componente azionaria può essere identificata in un valore del 15%, tre volte superiore a quella delle obbligazioni, pari a solo il 5%. In termini di varianza le azioni saranno allora ben nove volte più rischiose delle obbligazioni influenzando in maniera molto più netta il rischio complessivo del portafoglio. Possiamo fornire un esempio fittizio di quanto detto tornando alla metafora delle uova¹⁴. Immaginiamo di avere due tipologie di uova: un tipo di dimensione pari a 9, e l’altro di dimensione pari a 1 (valori che simboleggiano il rapporto di volatilità tra azioni e obbligazioni). Ipotizziamo ora di avere un paniere composto da 6 uova di grandi dimensioni (rappresentanti la componente azionaria) e 4 uova di piccole dimensioni (rappresentanti le obbligazioni). In questo modo abbiamo riprodotto un portafoglio di tipo 60/40. Possiamo dire dunque di avere un paniere equivalente a 58 uova di piccole dimensioni; infatti ogni uovo di grandi

¹³ Clarke (2006)

¹⁴ Moisson Jean-Christophe, “Msc risk and asset management”, Master Thesis

dimensioni equivale a 9 uova piccole, dunque: 6 uova grandi \times 9 = 54 + 4 uova piccole = 58 uova di piccole dimensioni. In realtà di queste 58, ben 54 vengono da uova di grandi dimensioni il che vuol dire che rappresentano il 93% (54/58) dell'intero paniere.

Questo esempio può essere facilmente adattato al caso del portafoglio finanziario, dove le azioni incideranno per il 97% del rischio nonostante una partecipazione al capitale di solo il 60%.

Un'ulteriore prova di quanto detto fin'ora ci viene data dalle analisi empiriche svolte da Boido e Fulci (2008)¹⁵ sulle 5 asset class rappresentate nella tabella seguente:

Asset class	Asset return	Asset volatility
Dj EuroStoxx50	10,20%	18,80%
S&P500	9,70%	14,10%
Msci Us Govt Bond	5,80%	4,50%
Msci Euro Govt Bond	6,10%	3,80%
Msci Us Govt Bond - 1y-3y	4,80%	1,60%
Risk free (tassi euro 3 mesi)	3,70%	0,30%

Fonte: Boido e Fulci (2008)

I dati riportati sono relativi al periodo che va dal 1° gennaio 1994 al 1° aprile 2007; è stato riportato il valore annualizzato dei rendimenti e delle volatilità. Attraverso la combinazione di queste asset class i due autori hanno costruito portafogli diversi per ciascun livello di volatilità. Questi sono portafogli modello, simili a quelli che gli intermediari finanziari offrono usualmente alla clientela. In questo caso viene analizzato dunque uno stile di gestione prettamente passivo in cui, in funzione del livello di rischio che il cliente è disposto a sopportare, verrà proposto un portafoglio dato da una specifica

¹⁵ "A risk contribution approach to asset allocation", F. Goodwin Faculty of Economics, University of Siena, 2008

combinazione di questi indici. Sono portafogli caratterizzati da una combinazione rischio/rendimento crescente; all'aumentare del grado di rischio cui il cliente è disposto a far fronte si aumenterà la componente azionaria del portafoglio a discapito di quella obbligazionaria.

Tra le possibili composizioni del portafoglio con questi indici, particolarmente indicativi ai fini del nostro studio sono i portafogli n. 6-7-8 in cui, nonostante un'allocazione del capitale in gran parte in obbligazioni, è la parte dell'equity ad avere un'influenza dominante sull'andamento del portafoglio. Analizziamo per esempio il portafoglio n. 7: è un portafoglio teoricamente "bilanciato" e offerto ai clienti come un investimento di tipo moderato. Dai dati delle tabelle che seguono si vede invece come la correlazione con la componente azionaria dello S&P500 raggiunga addirittura il 95% contro il solo 28% delle obbligazioni. Per svolgere un'analisi ancor più dettagliata ci riferiamo anche alla statistica R-quadro; questa è definita dal quadrato dell'indice di correlazione e ci dice quale percentuale della variabilità del portafoglio può essere spiegata dalle azioni e quale dalle obbligazioni. Banalmente sarà calcolabile che il 91% della variabilità del portafoglio è attribuibile alla parte azionaria (S&P500) mentre soltanto l'8% della variabilità è spiegata dalle obbligazioni.

Tabella 3: tipologie di portafoglio

Portafoglio n.	1	2	3	4	5	6	7	8
Volatilità	1,5%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%
Correlazione dei portafogli di frontiera con le singole asset classes								
Dj EuroStoxx50	0,08	0,43	0,50	0,56	0,72	0,77	0,81	0,82
S&P500	0,17	0,52	0,61	0,68	0,85	0,92	0,95	0,97
Msci Us Govt Bond	0,81	0,66	0,55	0,50	0,28	0,15	0,07	0,02
Msci Us - 1y-3y	0,95	0,69	0,50	0,41	0,22	0,12	0,05	0,01
Msci Euro Govt Bond	0,57	0,72	0,75	0,71	0,50	0,37	0,28	0,20
R-quadro dei portafogli di frontiera con le singole asset classes								
Dj EuroStoxx50	0,01	0,18	0,25	0,31	0,51	0,60	0,65	0,68
S&P500	0,03	0,27	0,38	0,46	0,73	0,84	0,91	0,94

Msci Us Govt Bond	0,66	0,43	0,30	0,25	0,08	0,02	0,01	0,00
Msci Us - 1y-3y	0,90	0,48	0,25	0,17	0,05	0,01	0,00	0,00
Msci Euro Govt Bond	0,32	0,52	0,57	0,50	0,25	0,14	0,08	0,04
Allocazione dei portafogli								
Dj Eurostoxx50	3%	3%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
S&P500		5%	10%	15%	25%	33%	40%	47%
Msci Us Govt Bond			6%	18%	9%	2%		
Msci Us - 1y-3y	97%	69%	32%					
Msci Euro Govt Bond		23%	48%	61%	60%	59%	53%	45%
% azioni	3%	8%	14%	20%	31%	39%	47%	55%
% obbligazioni	97%	92%	86%	80%	69%	61%	53%	45%

Fonte: Boido e Fulci (2008)

Tabella 4: tipologie di portafoglio

Portafoglio n.	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
Volatilità	9,0%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
Correlazione dei portafogli di frontiera con le singole asset classes										
Dj EuroStoxx50	0,83	0,84	0,84	0,85	0,85	0,85	0,93	0,98	0,99	1,00
S&P500	0,98	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,95	0,89	0,84	0,80
Msci Us Govt Bond	-0,01	-0,04	-0,07	-0,09	-0,11	0,12	0,17	0,20	0,22	0,23
Msci Us - 1y-3y	-0,02	-0,05	-0,07	-0,08	-0,10	-0,11	-0,16	-0,19	-0,21	-0,22
Msci Euro Govt Bond	0,15	0,10	0,07	0,04	0,01	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02
R-quadro dei portafogli di frontiera con le singole asset classes										
Dj EuroStoxx50	0,70	0,71	0,71	0,72	0,72	0,72	0,87	0,95	0,98	1,00
S&P500	0,96	0,97	0,98	0,98	0,98	0,98	0,90	0,80	0,71	0,64
Msci Us Govt Bond	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,03	0,04	0,05	0,05
Msci Us - 1y-3y	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,02	0,04	0,04	0,05
Msci Euro Govt Bond	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Allocazione dei portafogli										
Dj Eurostoxx50	10%	11%	12%	13%	14%	16%	40%	61%	77%	91%
S&P500	53%	59%	65%	71%	77%	83%	60%	39%	23%	9%

Msci Us Govt Bond										
Msci Us - 1y-3y										
Msci Euro Govt Bond	37%	30%	23%	16%	9%	2%				
							100	100	100	100
% azioni	63%	70%	77%	84%	91%	98%	%	%	%	%
% obbligazioni	37%	30%	23%	16%	9%	2%				

Fonte: Boido e Fulci (2008)

Quanto detto finora rende evidente come una diversificazione basata sul capital allocation sia del tutto inadeguata ai fini di una diversificazione del rischio. L'errore che più banalmente si compie, infatti, quando si costruisce un portafoglio per un cliente, è quello di fornire una semplice allocazione del capitale tra i diversi mercati in luogo di una diversificazione del rischio. Il monitoraggio di quest'ultimo non va, infatti, confuso con un semplice grafico a torta che mostra il modo in cui si è allocato il capitale a livello geografico e settoriale. Questo, semmai, dovrebbe essere una conseguenza dell'analisi del livello di rischio apportato da ogni asset class al portafoglio; il gestore non dovrebbe dunque focalizzarsi sull'asset allocation senza cognizione di causa, ma piuttosto derivarla da un processo di risk allocation. Questo processo deve essere volto ad evitare che perdite del portafoglio siano imputabili a singole attività il cui peso è preponderante rispetto all'intero portafoglio.

Ma allora quali sono gli strumenti offerti agli investitori per la costruzione di portafogli sulla base della diversificazione del rischio? Negli ultimi anni sono stati proposti modelli di sviluppo del portafoglio focalizzati maggiormente sul livello di rischio assunto piuttosto che sui rendimenti attesi. Molti studi hanno documentato come le migliori performance raggiunte da alcuni portafogli siano dovute proprio a questo approccio improntato al controllo del rischio il quale avrebbe determinato una più efficace diversificazione. Alla base di queste metodologie di costruzione del portafoglio c'è, innanzitutto, la specificazione di come le attività di un investimento contribuiscano a

formare il suo livello di rischio complessivo. Il rischio totale di un portafoglio non viene definito dalla somma dei rischi delle singole attività che lo compongono, bensì è dato dalla sommatoria delle contribuzioni marginali al rischio di ciascun asset:

$$\sum \text{MCTR}_i = \sum \frac{d\sigma_p}{dw_i} = \sum w_i \frac{\sigma_{ip}}{\sigma_p} = \sigma_p$$

Questa formula mostra che, dato il rischio complessivo di un portafoglio diversificato e il peso “ w_i ” di un asset qualsiasi in portafoglio, il contributo al rischio complessivo dato dall’aumento dell’esposizione su una singola attività è individuato dalla derivata parziale del rischio del portafoglio rispetto a quella stessa attività.

Possiamo a questo punto calcolare la contribuzione al rischio di ogni asset semplicemente dividendo la formula precedente per il rischio complessivo del portafoglio “ σ_p ”:

$$\sum \frac{w_i}{\sigma_p} \frac{d\sigma_p}{dw_i} = \sum w_i \frac{\sigma_{ip}}{\sigma_p^2} = \sum w_i \beta_i$$

Si scopre così che la percentuale di contribuzione al rischio non è nient’altro che il beta della singola attività moltiplicato per il peso “ w_i ” che tale asset ha nel portafoglio¹⁶.

Il beta, che rappresenta la componente non diversificabile del rischio, viene infatti misurato come la covarianza standardizzata tra il rendimento del titolo e il rendimento del portafoglio. In altre parole, mostra come reagisce il titolo ad una variazione percentuale del rendimento del portafoglio ed è espresso come:

¹⁶ Claudio Boido, Giovanni Fulci, “A risk contribution approach to asset location”, 2008, “F. Goodwin” Faculty of economics, University of Siena

$$\beta_i = \sigma_{ip} / \sigma_p^2$$

Giacché circa il 90% del rischio di portafoglio è attribuibile alla componente sistematica, appare chiaro come la gestione dei beta sia di assoluta importanza per chi aspirasse ad una costruzione ottimale ed equilibrata del portafoglio. Il gestore che diversifica il rischio sistematico sta, infatti, implicitamente diversificando le fonti di rendimento, e specularmente di perdita, del portafoglio.

Partendo dagli studi che spingono alla diversificazione del rischio piuttosto che a un approccio basato su una mera asset allocation, negli ultimi anni sono state sviluppate diverse metodologie di costruzione del portafoglio risk-based. Tra le più importanti ricordiamo l'Equally Weighted Portfolio (EW) e il Risk Contribution Portfolio (RC)¹⁷.

Equally Weighted Portfolio

Tra i metodi di costruzione del portafoglio finalizzati al raggiungimento della diversificazione del rischio, l'Equally Weighted Portfolio è sicuramente quello più semplice da implementare. Esso consiste, infatti, nell'assegnazione di un peso identico a ciascuna attività; questo vuol dire che, dato un portafoglio costituito da "n" asset, ad ognuno di questi verrà assegnato un peso pari a 1/n.

Studi empirici recenti (De Miguel, Garlappi e Uppal, 2009) hanno rafforzato la credibilità di tale metodologia di costruzione; analisi condotte su quattordici diversi modelli di asset allocation hanno dimostrato, infatti, che nessuno di questi si è dimostrato costantemente migliore di un portafoglio costruito secondo l'approccio EW. Ciononostante, gli autori stessi si sono affrettati a affermare che tali risultati non devono far pensare all'EW portfolio come una soluzione vincente di asset allocation; questo deve essere piuttosto inteso

¹⁷ Wai Lee, "Risk-based asset allocation: a new answer to an old question?", 2010

come un “benchmark” per la valutazione della performance di portafogli ottenuti tramite altri sistemi di costruzione e di allocazione del capitale.

La maggiore critica che viene mossa a questa metodologia è quella sulla sua effettiva capacità di diversificazione del portafoglio. L’approccio “Equally Weighted” consiste, come si è già detto, nella assegnazione di ugual peso agli asset in portafoglio; questo metodo presenta, dunque, un difetto comune nell’asset allocation classica tanto criticata: entrambi non considerano la diversa volatilità delle varie classi di attività. Un portafoglio “equally weighted” porterà, infatti, ancora una volta, ad una concentrazione del rischio su poche asset class. Quanto detto appare ancor più chiaro facendo nuovamente riferimento alla tabella n. 3: nel portafoglio n. 4 l’indice S&P500 rappresenta soltanto il 15% dell’investimento totale eppure ha una statistica R-quadro ben più elevata, pari a 46%; se tale portafoglio fosse stato costruito con il metodo EW il suddetto indice avrebbe dovuto pesare esattamente per il 20% (essendo il restante 80% ripartito in maniera eguale tra gli altri 4 indici); un tale peso (superiore al 15% del portafoglio 4) fa così desumere una statistica R-quadro superiore al 46% e, dunque, preponderante rispetto alla variabilità dell’intero investimento.

Risk Contribution portfolio

Un Risk Contribution portfolio fa generalmente riferimento ad un metodo di costruzione del portafoglio finalizzato al raggiungimento di un predeterminato livello di contribuzione al rischio da parte degli asset in portafoglio. la contribuzione al rischio di un’attività in portafoglio è stata precedentemente definita come il semplice prodotto tra il peso dell’asset all’interno del portafoglio e la sua contribuzione marginale al rischio.

Questa metodologia di costruzione del portafoglio è caratterizzata dalla relazione inversa tra la volatilità degli asset in portafoglio e il loro peso all’interno dello stesso. In altre parole, gli asset con i beta maggiori saranno sottopesati e viceversa per quelli con i beta minori. L’obiettivo è quello di avere una partecipazione percentuale al rischio uguale per ogni attività. Matematicamente, dati “n” asset nel portafoglio, avremo che:

$$w_1\beta_1 = w_2\beta_2 = \dots = w_i\beta_i = \dots = w_n\beta_n = 1/N$$

Un problema derivante dall'applicazione di questo approccio è la difficoltà nel definire la configurazione di portafoglio ottimale all'aumentare del numero di attività potenzialmente inseribili all'interno del portafoglio. Calcolare il peso da assegnare a ciascuna di queste, seppur sempre possibile dal punto di vista matematico, diventa nella pratica alquanto arduo. La soluzione a questo problema viene dalla possibilità di raggruppare le asset class in gruppi omogenei che siano più facilmente gestibili. A ciascuno di questi "sub-portafogli" (aggregati di asset con caratteristiche simili) verrà assegnato uno specifico peso in modo tale da garantire la loro uguaglianza in termini di contribuzione al rischio. A questo fine devono essere preliminarmente definiti i parametri di suddivisione dei titoli in gruppi omogenei. Un esempio potrebbe essere quello di ripartirli in base al settore di appartenenza. Successivamente si andranno, dunque, a pesare i settori in modo tale da ottenere la desiderata uguaglianza nella partecipazione al rischio complessivo.

2. LA GESTIONE DEL PORTAFOGLIO FINANZIARIO

Una volta identificato l'indice che fungerà da benchmark, il gestore del fondo ha davanti a sé due strade principali da poter percorrere: uno stile di gestione passivo o attivo.

Una gestione è definita passiva quando il portfolio manager si limita a replicare quanto più fedelmente possibile il benchmark di riferimento. Al contrario, una gestione di tipo attivo, comporta una maggiore libertà di movimento per il gestore il quale, scommettendo sulle sue abilità di dare valore aggiunto all'investimento, si discosta dal benchmark andando a cercare le opportunità di mercato più attraenti.

Diversi saranno allora anche gli obiettivi delle due gestioni. Meno rischioso nel caso di gestione passiva, dove si vuole assicurare un andamento uniforme con quello del mercato di riferimento mediante una semplice attività di campionamento (sampling replication); più ambizioso nella gestione attiva, dove il portfolio manager sfida il mercato nel tentativo di fare meglio del benchmark.

Lo stile di gestione adottato può essere riconosciuto dunque dallo scostamento tra benchmark e portafoglio finanziario. La differenza tra i due portafogli viene rilevata dal "tracking error", ossia la differenza tra rendimento del portafoglio gestito e rendimento del benchmark, e dalla "tracking error volatility", la deviazione standard del tracking error. L'origine della tracking error può essere ricondotta a tre fattori principali¹⁸:

- Costi di transazione: influiscono direttamente sul rendimento del portafoglio reale;
- Difformità dei prezzi dei titoli;
- Diversa composizione del portafoglio rispetto all'indice di riferimento.

¹⁸ Basile Ignazio, "Efficienza dei benchmark obbligazionari e politiche di gestione e misurazione delle performance degli investitori istituzionali", 2001

Altro elemento da cui nasce la diatriba tra stile di gestione attivo e passivo è poi quello dell'efficienza o meno del mercato (EMH, Efficient Market Hypothesis). A sostegno dello stile di gestione passivo, infatti, c'è la convinzione che il mercato sia efficiente e che, in quanto tale, non sia possibile batterlo né tantomeno conveniente provarci. Al contrario, chi fonda le sue politiche di costruzione del portafoglio su stili di gestione attivi, conviene che il mercato presenti delle imperfezioni che fanno sì che, con le giuste informazioni e l'adozione di determinate strategie di gestione, sia possibile ottenere out-performance rispetto al benchmark.

2.1 Gestione passiva

Uno stile di gestione passivo (o indicizzato) ha lo scopo di replicare la composizione del benchmark e, di conseguenza, di rendere il tracking error quanto più vicino possibile a zero.

Un gestore che adotti una strategia di indicizzazione del portafoglio basa le proprie scelte sulla convinzione della efficacia informativa del mercato e, in generale, sulla "Teoria del mercato efficiente". In condizioni di efficienza, i prezzi dei titoli incorporano immediatamente tutte le informazioni confluite nel mercato; tutti gli attori economici sono in possesso di tutte le informazioni; non esistono quindi informazioni "privilegiate che permettano ad un individuo di ottenere un vantaggio competitivo rispetto agli altri operatori. In questa situazione di equilibrio ogni possibile previsione, accurata che sia, diviene poco significativa in quanto il mercato già fornisce tutte le informazioni. Diviene, di conseguenza inefficace ogni tentativo di gestione attiva del portafoglio e, l'unica strada razionalmente ammissibile sarà quella dell'indicizzazione¹⁹.

¹⁹ Sampagnaro Gabriele, "Lo stile e le tecniche di gestione di un portafoglio finanziario", 2009, Bancaria Editrice, Roma

Ad ulteriore vantaggio di uno stile di gestione passivo c'è una considerazione sui costi di gestione e transazione²⁰. In una tipica gestione attiva l'attività è caratterizzata da profonde ricerche nel tentativo di ottenere informazioni supplementari al resto del mercato e, tramite queste, sopra-performance. Ovviamente questi studi hanno dei costi aggiuntivi per i risparmiatori. Inoltre, nelle gestioni attive si cerca di ottenere vantaggio competitivo tramite una allocazione ottimale delle risorse, migliore rispetto a quella del benchmark; questo viene fatto tramite azioni di *security selection* e *market timing*, altre due attività che vanno a pesare sugli investitori in termini di commissioni di gestione. Tutti questi sono costi non presenti, o presenti in misura inferiore, in una gestione di tipo passivo; qui non c'è il bisogno di raccogliere una mole d'informazioni enorme in quanto basta conoscere l'indice cui fare riferimento e costruire il portafoglio di conseguenza. Inoltre le transazioni sono rare e non finalizzate alla ricerca di asset migliori; queste, quando avvengono, sono un semplice adattamento ad una variazione nel benchmark stesso.

Un'altra assunzione a favore della tecnica di gestione passiva è data poi dalla convinzione che gli excess return positivi, eventualmente ottenibili da alcuni gestori attivi, si compensano con gli excess return negativi di altri gestori attivi. Questo vuol dire che, nella pensiero dei sostenitori di uno stile di gestione passivo, c'è il riconoscimento di poter ottenere sopra performance rispetto al benchmark tramite uno stile di gestione attiva. Viene però puntualizzato che questa performance positiva rispetto al benchmark viene equilibrata dalle performance negative della maggior parte dei gestori attivi. Questa tesi trova un riscontro più pratico nel seguente ragionamento²¹:

“Dividiamo il mercato in gestori attivi e passivi. La media dei rendimenti ottenuti da tutti gli attori del mercato dovrà per forza

²⁰ Vannucci Claudia, “Gestione attiva e passiva nei fondi mobiliari italiani. Un indagine empirica”

²¹ Sampagnaro Gabriele, “Lo stile e le tecniche di gestione di un portafoglio finanziario”, 2009, Bancaria Editrice, Roma

coincidere con il rendimento del mercato nel suo complesso (R_m). Inoltre, anche il rendimento (lordo) di ogni gestione passiva coinciderà sicuramente con il rendimento dell'intero mercato ($R_p = R_m$). Poiché il rendimento dell'intero mercato coincide sia con il rendimento medio di tutti gli operatori (attivi e passivi), sia con il rendimento lordo di ogni gestione passiva, ne deriva che coinciderà senz'altro anche con il rendimento medio (lordo) delle gestioni attive (R_a). Da quanto detto ne discende che il rendimento medio delle gestioni attive eguaglierà necessariamente il rendimento medio delle gestioni passive.

Consideriamo ora i costi applicati alle due tipologie di gestione. Si è già detto di come gli stili di gestione attivi comportino un maggior carico di costi (di commissione e transazione) sui risparmiatori. Questo vuol dire che:

$$C_a > C_p.$$

E quindi:

$$R_p \text{ (netto)} > R_a \text{ (netto)}$$

Dunque, poiché i rendimenti medi (lordi) delle due tipologie di gestione coincidono, ma i costi sono maggiori nelle gestioni attive di portafoglio, dovremo concludere che in termini di rendimenti netti è preferibile uno stile di gestione passivo.”

Un ulteriore argomento su cui spesso si focalizzano i sostenitori degli investimenti finanziari indicizzati è quello relativo alla persistenza di risultati positivi rispetto al benchmark da parte dei gestori attivi. Ciò che si vuole mettere in luce è la reale bravura o meno dei portfolio manager che sostengono politiche di gestione attive. Per giudicarli positivamente è dunque necessario che questi ottengano risultati migliori del benchmark in maniera persistente. È necessario, a questo fine, valutarli su periodi di tempo

sufficientemente lunghi al fine di evitare di dare giudizi affrettatamente positivi su gestioni che, invece, sono il risultato del caso e della fortuna.

Lo stile di gestione passiva, come già anticipato, consiste nella replica della composizione del portafoglio benchmark. Questa replica può essere eseguita secondo due orientamenti principali: *full replication* e *sampling replication*.

Con il metodo full replication, il gestore tenta di riprodurre il portafoglio benchmark quanto più fedelmente possibile attraverso l'inclusione nel portafoglio finanziario di tutte le attività che appartenenti al primo. In questo modo viene garantita la perfetta uguaglianza tra il rendimento del mercato complessivo (rappresentato dal benchmark) e il rendimento lordo del portafoglio reale. È ovvio che nell'utilizzare questo metodo ci si accontenta di ottenere performance mai eccessivamente negative ma comunque sempre inferiori all'indice di riferimento.

Con il secondo metodo, come si può intuire dal nome (*sampling*), si determina il portafoglio da investire tramite una selezione attenta di alcune attività formanti il benchmark. Si andranno a selezionare solo i titoli maggiormente rappresentativi dell'indice di riferimento (per esempio prendendo come parametri di valutazione la capitalizzazione, la liquidità o la negoziabilità del titolo); a fronte di costi di transazione minori, si va incontro a maggiori deviazioni dal benchmark in termini di performance. Il tracking error (TE) si allontanerà dal valore zero che segna l'uguaglianza di rendimento tra i due portafogli (reale e fittizio); rispetto al metodo full replication si sostiene un rischio maggiore il quale, però, potrebbe portare il rendimento netto del portafoglio ad eguagliare o anche superare il benchmark.

L'attività di *sampling* (campionamento) può portare il portafoglio finanziario a discostarsi in misura maggiore o minore da quello che è l'indice di riferimento. Possiamo individuare un rapporto preciso esistente tra il grado di campionamento adottato e lo scostamento dal benchmark misurato dal TE. All'aumentare dei titoli selezionati diminuirà il tracking error, con la conseguenza di rendere meno rischioso l'investimento.

Il grafico che segue (figura n.4) rappresenta proprio questo trade-off esistente tra numerosità campionaria e Tracking Error²².

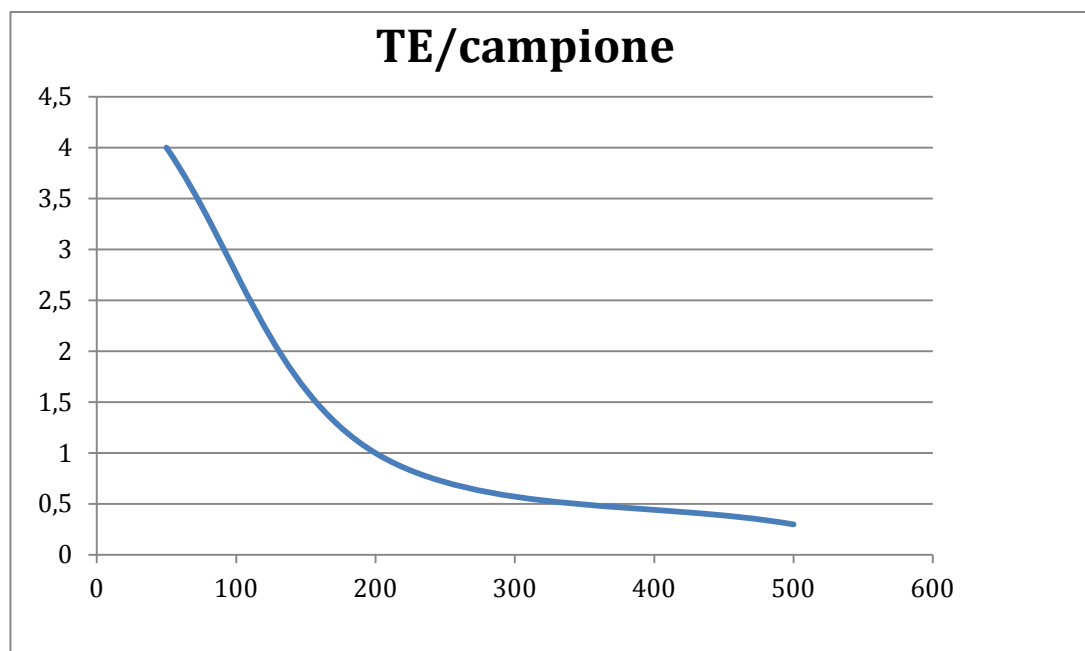


Figura 4: rapporto Tracking Error numerosità del campione titoli in portafoglio

2.2 Gestione attiva

Come detto in precedenza, uno stile di gestione attivo è caratterizzato dalla ricerca rendimenti maggiori rispetto all'indice di riferimento; la differenza tra rendimento del portafoglio e quello del benchmark viene misurato dal tracking error, che dunque dovrà essere positivo.

Alla base della gestione attiva del portafoglio c'è il rifiuto della teoria dell'efficienza dei mercati. Secondo i sostenitori di una politica strategica attiva, il mercato è battibile; excess-return sono conseguibili grazie alla profonda conoscenza dei mercati, delle variabili che li guidano (tassi di cambio, tassi d'interesse, movimenti dei prezzi), grazie alla predisposizione

²² Jackson C., "Active investment management: finding and harnessing investment skill", 2003, Wiley, Chichester

di previsioni accurate in grado di fornire un vantaggio competitivo rispetto agli altri agenti che operano con le semplici informazioni fornite dal mercato. Proprio quest'ultima è la condizione maggiormente citata in favore di una gestione attiva: l'inefficienza informativa porta a distorsioni nel mercato attraverso cui è possibile conseguire out-performance; i portfolio manager più astuti saranno in grado di raccogliere maggiori e migliori informazioni e sfruttarlo in processi di allocazione ottimali.

Le tattiche concrete a disposizione dei portfolio manager che tentano di fare meglio del mercato sono: il *market timing* e la *security selection*.

Il market timing consiste nel modificare la composizione del portafoglio in funzione delle previsioni di mercato di cui il manager è a disposizione. Questo vuol dire che il portfolio manager andrà a modificare i pesi assegnati alle asset class presenti nel portafoglio a seconda che si abbiano previsioni rialziste o ribassiste del mercato. In pratica, in caso di mercato rialzista, si dovrà cercare di sfruttare al massimo il trend positivo previsto. Questo lo si può fare diminuendo le attività meno rischiose (che generano minori rendimenti), quali ad esempio le obbligazioni e la liquidità, e inserendo in portafoglio attività a più alto rendimento come le azioni. Al contrario, nel caso di trend negativo del mercato, l'obiettivo sarà quello di proteggersi dalle perdite e di minimizzarne gli effetti; ovviamente, la strategia da mettere in atto sarà quella di aumentare il peso delle asset class a più basso livello di rischio e diminuire quello delle azioni maggiormente volatili (azioni sui paesi emergenti). Riassumendo, la strategia di market timing consiste nell'anticipare i trend di mercato, esaltando quelli positivi e contenendo quelli negativi.

Nel caso della security selection l'obiettivo di battere l'indice di riferimento non viene perseguito tramite la modifica dei pesi delle asset class che compongono il portafoglio, quanto piuttosto per mezzo del cambiamento "qualitativo" di queste attività. Il livello di rischio assunto rispetto al benchmark non varia, ma si vanno ad individuare quei titoli sopra-valutati e sotto-valutati la cui gestione puntuale può produrre excess return. Concretamente, questo vuol dire che i titoli sottovalutati saranno inseriti nel

portafoglio in attesa che il mercati li valorizzi in maniera corretta. Al contrario, i titoli sopravvalutati saranno immediatamente ceduti. Nella ricerca di titoli sottovalutati da acquistare l'obiettivo è, dunque, di fornirsi di titoli dal rendimento potenzialmente maggiore e, allo stesso tempo, mantenere invariato il livello di rischio sopportato nell'investimento.

Quanto detto fin'ora sulle due strategie di gestione attiva può essere rappresentato in maniera più analitica dalla teoria classica del CAPM; considerando il portafoglio generico i ne possiamo descrivere il rendimento atteso come:

$$R_i - r_f = \alpha_i + \beta_i (R_m - r_f) + \varepsilon_i$$

Dove :

- R_i rappresenta il rendimento del portafoglio i -esimo
- r_f rappresenta il rendimento dell'attività priva di rischio
- R_m è il rendimento dell'intero mercato
- β indica il livello di rischio affrontato in relazione al benchmark
- α è un parametro identificabile con l'alfa di Jensen e rappresentativo del valore aggiunto dato dalle scelte e dalla bravura del manager
- ε indica la componente errore nella previsione del rendimento

Questa formula ci dà, quindi, una rappresentazione sintetica di quelli che sono i fattori incidenti sulla performance di un investimento. In particolare, possiamo individuare nel β l'influenza del market timing e nell' α la componente relativa alla security selection. Un gestore attivo deve pertanto essere in grado di gestire e manipolare questi due parametri con maestria. Questi due indicatori sono, infatti, degli strumenti in grado di dare una descrizione sintetica della politica di gestione adottata dal portfolio manager. Una regola fondamentale del CAPM è la relazione esistente tra β , livello di rischio e rendimento: all'aumentare del parametro β il rischio del portafoglio

aumenta; al crescere del rischio diventa maggiore il livello di rendimento conseguibile (ma anche le potenziali perdite).

Il gestore deve, allora, essere in grado di sfruttare i momenti di crescita generale del mercato aumentando il β del portafoglio prima del rialzo in questione; al contrario, in caso di previsioni di mercato al ribasso sarà necessario diminuirlo. La modifica del parametro beta viene effettuata tramite la ridefinizione dei pesi dei singoli titoli del portafoglio: in fasi di mercato al rialzo (ribasso) si modificherà il portafoglio aumentando la percentuale di titoli con beta maggiori (minori).

Se il beta è modificabile attraverso un attento studio del mercato nel suo complesso, il parametro "alfa" è più direttamente collegato alla bravura del gestore. Il portfolio manager sarà in grado di selezionare i titoli giusti, che promettono i migliori rendimenti nel futuro prossimo, grazie alle informazioni di cui è in possesso, alla qualità e accuratezza delle sue previsioni, alla sua personale capacità di formulare proprie valutazioni sugli andamenti futuri di determinate attività.

È utile ora fornire una rappresentazione grafica del modello del CAPM. Questo viene identificato da una linea retta inclinata positivamente, detta *security market line*, che in condizioni di mercato efficiente rappresenta tutte le possibili combinazioni possibili di investimento. In un'ipotesi di perfetta efficienza del mercato, infatti, è impossibile pensare di trovare titoli sopravvalutati o sottovalutati; come un titolo si discosta da quella che dovrebbe essere la sua reale quotazione, il mercato lo riporta immediatamente al livello di equilibrio attraverso azioni di arbitraggio.

Questa ipotesi è ovviamente un'astrazione del mercato reale in cui le informazioni in possesso degli attori economici non sono sempre le stesse e si opera in un ambiente fortemente incerto; per di più, azioni di arbitraggio non sono sufficienti a riequilibrare il mercato (spesso per carenze di liquidità). Questo fa sì che sia nella realtà possibile trovare titoli sopravvalutati e sottovalutati. I primi si collocheranno al di sotto della SML, i secondi al di sopra. Situandosi sopra della SML, i titoli sottovalutati godranno di un profilo rischio/rendimento migliore di quelli collocati esattamente sulla linea di

equilibrio e daranno dunque la possibilità di conseguire extra-rendimenti rispetto al portafoglio benchmark.

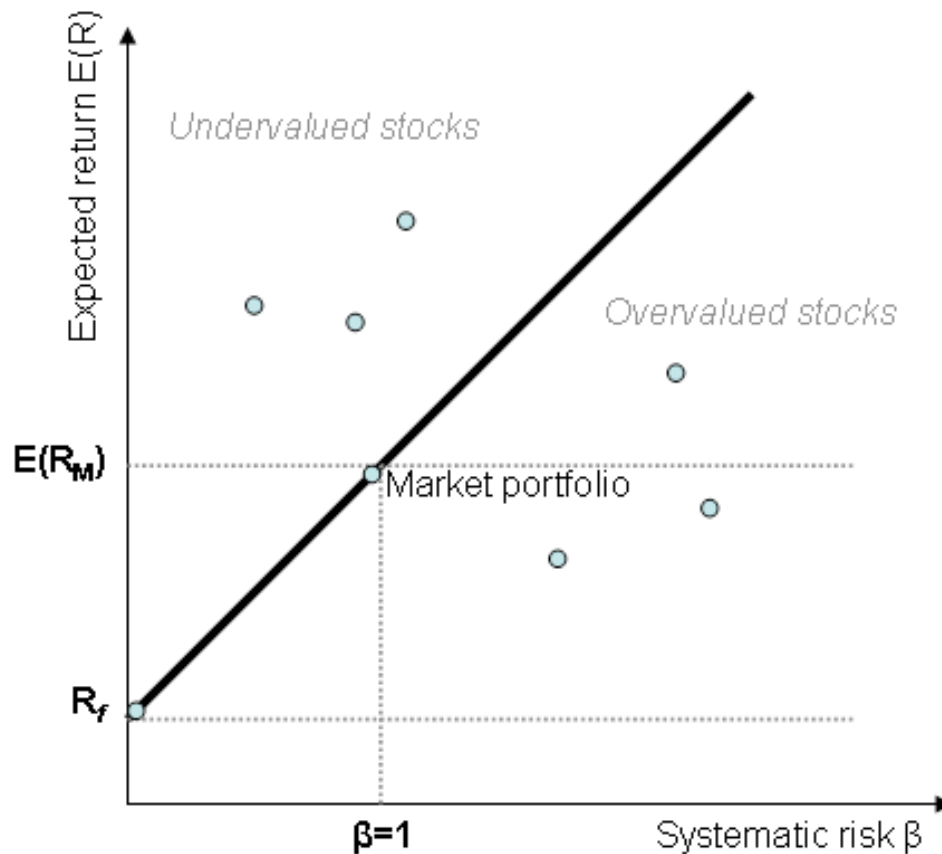


Figura 5: Security Market Line. Titoli sopravvalutati e sottovalutati²³

2.3 Behavioural finance

È necessario però fare un'importante precisazione riguardante gli individui che provano a superare i rispettivi benchmark con queste politiche di gestione: non tutti ci riescono e, anzi, la maggior parte fallisce. A questo punto bisognerebbe chiedersi: quali sono i motivi del fallimento di questi agenti? Verrebbe da sé rispondere che questi insuccessi sono la risultante

²³ www.findtarget.com

d'informazioni errate e non adeguata conoscenza dei mercati da parte dei gestori stessi. Vero solo in parte. Troppe volte si trascura la parte irrazionale della mente umana. L'uomo è fortemente condizionato, nel corso di tutta la sua vita, dai propri stati d'animo, dalle proprie sensazioni, dagli eventi contingenti, dalla paura e dall'euforia, dall'ambizione e dalla propensione al rischio. Su questo tema si incentrano gli studi di "finanza comportamentale" (*behavioural finance*). Essa si propone di illustrare i modi effettivi di comportamento degli investitori in un contesto di incertezza e di mostrare come tale contesto di inefficienza informativa, unito all'irrazionalità dei gestori, produca distorsioni nel processo di allocazione del portafoglio e nelle politiche di gestione.

La finanza comportamentale è volta a mettere in risalto comportamenti non completamente razionali da parte degli investitori che, di conseguenza, li portano a formulare decisioni sub-ottimali; questi comportamenti inspiegabili da un punto di vista logico non si ripercuotono però soltanto sul singolo soggetto che li ha posti in essere; il mercato è infatti un ambiente fortemente integrato, influenzato pesantemente dalle informazioni che emergono da ciascun individuo e dalle paure che i singoli attori del mercato mostrano attraverso le loro azioni. Si possono allora identificare alcuni comportamenti incomprensibili, eppure molto comuni e diffusi, da parte degli investitori.

Un primo spetto da esaminare è quello dei cosiddetti *bias euristici*, comportamenti o modi di pensare semplicistici, che divengono luoghi comuni di quello che dovrebbe essere il processo di reperimento e utilizzo ottimale delle informazioni. Alcuni dei bias euristici più diffusi sono:

- rappresentatività: succede spesso di basare le nostre stime e decisioni su stereotipi e informazioni in realtà elementare. La convinzione di essere in possesso di grandi doti previsionali porta le persone a sottostimare l'importanza di avere un campione poco rappresentativo (e basarsi invece sulla c.d. legge dei piccoli numeri) e a non dare

rilievo ad informazioni che contrastano con quelle che sono le loro prime assunzioni.

- **Disponibilità:** gli individui sono influenzati dalle informazioni di cui sono già in possesso; le hanno già elaborate e, si potrebbe anche dire, “metabolizzate” nel senso che sono diventate la “loro” visione della realtà. Partendo da queste informazioni elaborano previsioni sul futuro; instaurano così rapporti non veritieri tra variabili, danno eccessivo valore alle proprie informazioni; si moltiplicano le probabilità degli eventi futuri che si conformano al loro modo di pensare e ai loro dati. Anche in questo caso ne deriva una visione distorta della realtà, una poca considerazione del campione cui si fa riferimento: le informazioni a disposizione potrebbero essere troppo poche e dunque non attendibili dal punto di vista statistico; inoltre, si potrebbe dare maggior rilievo ad alcune informazioni in virtù di esperienze passate, ricordi più recenti o emotivamente più forti.
- **Ancoraggio:** consiste nel formarsi un’opinione su un qualsiasi evento legandosi ad una informazione iniziale; questa diviene il termine di paragone per ogni evoluzione futura. Frequentemente lo si trova nei mercati finanziari, dove gli investitori si “ancorano” irrazionalmente al valore d’acquisto delle azioni; nelle considerazioni successive sull’evoluzione del titolo, questo rimarrà il termine di paragone non andando invece a studiare quali siano stati gli andamenti precedenti e le serie storiche. Un’altra forma di ancoraggio è poi quella rispetto alle proprie credenze. Tema ampiamente studiato in psicologia, si sostanzia in una generale remora nell’allontanarsi da quelle che sono le proprie certezze, a filtrare le informazioni in modo che siano conformi con il proprio pensiero e ad eliminare quelle che invece vi contrastano. È naturale che in un mercato finanziario, un comportamento di questo genere provoca distorsioni notevoli e comportamenti altamente inefficienti.

Uno dei principali effetti di questi bias euristici è l'*overconfidence*, ossia la sopravvalutazione delle proprie capacità (intellettuali, previsionali, manageriali). Questo può essere spiegato per lo più dalla difficoltà delle persone ad essere obiettivi su sé stessi; alle persone non piace sentirsi inferiori agli altri e si auto-convincono di essere migliori della maggior parte degli altri individui. Ovviamente, questo può essere vero solo per alcuni; nel momento in cui la maggior parte dichiara di credere di avere capacità sopra la media è chiaro, allora, che quantomeno qualcuno sia in errore. Nonostante tutto solo in pochi fanno il reale sforzo di essere razionali nella propria vita; il resto delle persone sono quelle che nel contesto dei mercati finanziari vengono definiti "noise trader", ovvero quegli investitori irrazionali che (dimenticandosi che l'uomo in fin dei conti è dotato di logica) compiono operazioni basandosi sulle proprie "fantastiche" quanto "irreali" doti intellettuali. Alcuni dei comportamenti che meglio descrivono questa sicurezza eccessiva nelle proprie capacità sono²⁴:

- L'ottimismo nelle proprie capacità di gestione del portafoglio porta i gestori a modificare frequentemente il portafoglio alla ricerca di opportunità derivanti da titoli sottovalutati o dal market timing; questa strategia comporta però la lievitazione dei costi di transazione e di gestione con la conseguenza di ottenere risultati stabilmente inferiori al benchmark e dunque anche a tecniche di gestione passiva;
- Investitori convinti di possedere grandi doti intellettuali attribuiranno i risultati positivi ottenuto in un dato periodo alle proprie azioni di market timing e security selection anche quando è l'intero mercato ad avere un trend positivo;
- Una insufficiente diversificazione del portafoglio è uno dei comportamenti maggiormente irrazionali; la concentrazione dell'investimento in solo poche asset class è un comportamento assolutamente rifiutato da qualsiasi teoria di portafoglio; la

²⁴ Ronchini Beatrice, Tagliavini Giulio, "La dinamica dei prezzi di borsa", 2009, Bancaria Editrice, Roma

letteratura ha prodotto una grande quantità di lavori a dimostrazione dei vantaggi di una diversificazione adeguata, primo fra tutti il modello esposto da Markowitz nel 1952 sulla frontiera efficiente;

- Nel caso di raggiungimento di performance positive, l'investitore potrebbe poi auto-convincersi di avere una grande abilità nell'asset allocation (selezione dei titoli giusti); è stato dimostrato empiricamente che questo è vero, nella maggior parte dei casi, solo se non si considerano costi di transazione e livello di rischio cui ci si è esposti;
- Una capacità (questa volta reale) dell'investitore sarebbe quella di anticipare i trend di mercato; spesso, invece, succede che si prova ad interpretare il mercato futuro sulla base degli ultimi andamenti di breve periodo; si insegue, dunque, il mercato. Questo porta i soggetti irrazionali a rimanere in mercati (che hanno fatto registrare andamenti crescenti nel recente passato) quando invece sarebbe opportuno uscirne.

Questi sono solo alcuni degli aspetti trattati dalla finanza comportamentale. Altri fattori che contribuiscono a generare comportamenti irrazionali nei mercati finanziari sono: la convinzione degli operatori di essere in possesso di pensieri magici per cui sono in grado di condizionare il mercato con le proprie azioni; il conservatorismo che porta taluni soggetti ad aderire sempre alle proprie convinzioni anche quando nuove informazioni sembrerebbero essere in controtendenza; la preferenza per titoli che si sono distinti per risultati particolarmente positivi e la vendita invece dei titoli che hanno subito perdite; il maggior rilievo psicologico delle perdite rispetto ai guadagni che porta a vendere troppo presto i titoli in andamento negativo e a trattenere quelli positivi.

Questo paragrafo è ovviamente solo la punta dell'iceberg di un campo di studio che non riguarda solo il mondo economico e della finanza, ma abbraccia anche discipline quali la psicologia e la sociologia. Seppur non sia

l'obiettivo di questo lavoro, ritengo che una precisazione in questo senso sia di grande aiuto; permette una, infatti, una comprensione migliore e più profonda di quelli che sono i comportamenti e i meccanismi mentali degli attori che operano nel contesto di cui stiamo trattando. Nonostante la grande importanza delle teorie classiche volte alla descrizione del funzionamento dei mercati, questi sono, in fin dei conti, nient'altro che il risultato dell'operare umano e, in quanto tali, pieni di imperfezioni che modelli standardizzati difficilmente sono in grado di cogliere.

2.4 Gestione semi-attiva

I due stili di gestione esaminati in precedenza rappresentano gli estremi opposti di differenti correnti di pensiero sull'asset management. Oggi, sempre più spesso, si cercano nuovi modi di approcciarsi al mercato; forme di gestione meno estremizzate cominciano ad essere studiate ed adottate in quanto compromessi efficienti delle due tecniche di gestione. Lo stile di gestione che si sta maggiormente diffondendo e che sta avendo il maggior successo è il cosiddetto *core-satellite*, o gestione semi-attiva. Questo prende le mosse dalla ricerca di affiancare lo stile di gestione attivo ad una base solida di gestione passiva, andando così a sfruttare i vantaggi derivanti da entrambe le tecniche e diminuendo i rischi che l'*active management* tipicamente comporta.

Si parla di core-satellite proprio perché si parte dalla costruzione di un solido portafoglio indicizzato (core) che viene poi completato da un investimento di tipo attivo (satellite). Il ruolo assegnato alla parte *core* del portafoglio è quella di contenere il rischio entro livelli accettabili definiti dal benchmark e di minimizzare i costi di gestione e transazione; lo scopo dell'affiancamento di una componente gestita attivamente è invece quello di generare excess return limitando allo stesso tempo l'esposizione al rischio (limitazione dovuta al fatto che solo una percentuale, in genere minoritaria, del portafoglio complessivo è investita con una logica di gestione attiva). Da questo tipo di strategia ne deriva una più efficace gestione del portafoglio

finanziario. La separazione dell'investimento in due parti ben distinte comporta, infatti, che la componente *core* si occuperà della gestione e individuazione del "beta" più appropriato, mentre la parte integrante *satellite* sarà addetta alla individuazione di quelle opportunità di mercato che vanno ad agire positivamente sul parametro "alfa".

Altre considerazioni importanti riguardano la definizione dei sovra-rendimenti che si vogliono ottenere rispetto al benchmark (tracking error) e dei costi che si vogliono sostenere a fronte di questi ritorni positivi. Lo stile di gestione semi-attivo consente anche qui di ottenere dei vantaggi consistenti a dispetto di altri tipi di gestione. In una strategia di gestione puramente attiva può accadere, infatti, che alla ricerca di excess return positive (e dunque maggiori tracking error) si squilibri troppo il proprio portafoglio verso attività eccessivamente rischiose; dall'altro lato, una semplice gestione passiva comporta delle restrizioni tali da precludere il raggiungimento di out-performance rispetto al benchmark²⁵.

In una core-satellite strategy, invece, il tracking error da considerare (nel caso in cui la componente core sia perfettamente indicizzata al benchmark) è solo quello del parte di portafoglio gestita attivamente (satellite). Questo, tuttavia, non comporta l'assunzione intera del rischio connesso a un TE positivo; questo infatti sarà pesato con un coefficiente pari alla percentuale della componente "satellite" sul portafoglio totale. Ovviamente ad un rischio mitigato corrisponderà anche un minore rendimento aggiuntivo rispetto al benchmark (ma qualcosa si deve scontare per avere una strategia maggiormente equilibrata).

La gestione semi-attiva può essere, quindi, la soluzione giusta per quegli investitori che, senza esporsi troppo in termini di rischio, non vogliono rinunciare all'opportunità di ottenere performance positive rispetto al

²⁵ Amenc, Malaise, Martellini, "Revisiting core-satellite investing – A dynamic model of relative risk management", 2004, Journal of Portfolio Management, vol. 31, n.1.

benchmark contenendo allo stesso tempo i costi²⁶. Un esempio può essere maggiormente chiarificatore. Supponiamo di avere due alternative di investimento:

- un investimento caratterizzato da una gestione moderatamente attiva: l'active risk affrontato è del 6%, mentre le commissioni sono pari allo 0,5%;
- un investimento core-satellite: la parte "core" si caratterizza per un active risk nullo e commissioni dello 0,3%; la componente "satellite" invece ha un active risk pari al 20% e un costo di commissione dello 0,7%; inoltre il portafoglio "core" rappresenta il 70% dell'intero investimento.

Ciò che bisogna chiedersi ora è quale sia l'investimento più conveniente in relazione a:

- livello di active risk assunto;
- costi di commissione applicati.

La matematica fa il resto.

Il livello di riferimento riguardante l'active risk è dato dal 6% del primo investimento; possiamo facilmente notare che questo grado di rischio viene pareggiato dal secondo investimento semi-attivo: $0,7 \times 0\% + 0,3 \times 20\% = 6\%$

Quanto all'ammontare dei costi di commissioni si agisce nello stesso modo:

$$0,7 \times 0,3\% + 0,3 \times 0,7\% = 0,42\% < 0,5\%$$

Appare chiaro che sia preferibile il secondo tipo d'investimento caratterizzato da una parte predominante di gestione passiva cui viene accostata una componente di gestione attiva su una parte residuale di portafoglio del 30%. A parità di active risk, infatti, i costi di commissioni risultano essere minori nella strategia core-satellite.

²⁶ Sampagnaro Gabriele, "Lo stile e le tecniche di gestione di un portafoglio finanziario", 2009, Bancaria Editrice, Roma

2.5 Una gestione indipendente dal benchmark: i fondi flessibili

Gli stili di gestione precedentemente esaminati si caratterizzano per avere, in un senso o nell'altro, una forte dipendenza dal "benchmark". Nel 1999, in risposta all'obbligo stabilito dalla Consob di indicare nel prospetto informativo il parametro di riferimento dell'investimento, Assogestioni istituisce una nuova categoria di fondo: i fondi flessibili. Questi nascono con l'intento di offrire la possibilità alle società di gestione di avere strumenti realmente in grado di mostrare le capacità dei propri portfolio manager, svincolati dai limiti di asset allocation (azioni, obbligazioni, liquidità) e liberi di gestire il portafoglio seguendo le strategie più diverse e secondo le proprie attese su qualsiasi mercato. I fondi flessibili si sostanziano, dunque, nell'assegnazione di una maggiore autonomia al gestore; a fronte di questa libertà ci sono d'altro canto grandi aspettative sui rendimenti conseguibili e sulla riduzione del rischio grazie alla possibilità di cavalcare i trend di mercato positivi e proteggersi da quelli negativi. Tutto questo è reso possibile dalla totale indipendenza di questi fondi rispetto al benchmark che, non solo non è formalmente previsto, ma non sarebbe neanche ipotizzabile una sua individuazione data la eterogeneità di asset presenti negli investimenti flessibili. Eppure un fondo flessibile è, in fin dei conti, una forma di gestione del risparmio e, in quanto tale, deve assicurare che gli interessi del cliente vengano tutelati; è necessario, dunque, trovare il modo di limitare la discrezionalità del gestore pur senza ingabbiarlo. Viene allora richiesto che il gestore indichi, in luogo del benchmark, quale sia il livello di rischio che intende assumere nella gestione del fondo per un determinato arco temporale. Non viene altresì fatto alcun riferimento da parte della Consob a quale debba essere questo indicatore di rischio. La prassi che si è affermata negli anni è stata quella di misurare il rischio tramite il VaR (Value at Risk) mensile o trimestrale al 99%. Questo indicatore esprime la massima perdita, probabile al 99%, che il fondo potrebbe subire in un orizzonte temporale di un mese (o tre mesi). Una minoranza di società di gestione ha invece optato

per un'altra misura del rischio: la deviazione standard. Questa è una misura statistica che illustra l'ampiezza delle oscillazioni dei rendimenti di un fondo intorno alla loro media²⁷.

Il gestore di un fondo flessibile si è detto, quindi, avere massima libertà nella costruzione del portafoglio. Il mix di asset (azioni, obbligazioni, liquidità) in portafoglio può essere continuamente movimentato in funzione di quali sono le prospettive di mercato e di quali aspettative possiede il portfolio manager; sarà così possibili (anche se difficilmente succede) passare da un portafoglio con una componente azionaria bassa o nulla ad uno costituito per il 100% da azioni (ovviamente a rischio e pericolo del manager che prende questa decisione...e dei risparmi degli investitori). Un investimento di questo genere potrebbe allora essere d'aiuto alla riduzione delle perdite in periodi negativi di mercato grazie alla possibilità di sotto-pesare la componente azionaria. Dall'altro lato, una strategia eccessivamente prudente, volta alla protezione dalle perdite, non farebbe sfruttare appieno le potenzialità che un fondo flessibile offre: una gestione che non è incorsa in perdite ma che, contestualmente, non è riuscita a sfruttare un periodo "toro" di mercato, deve necessariamente essere valutata in maniera negativa²⁸. La paura di rischiare ha, in questo caso, appiattito la performance del fondo in un periodo che, invece, doveva essere sfruttato al meglio. In aggiunta, bisogna sempre tenere a mente che i mercati finanziari hanno i loro cicli e che, successivamente a un "bull market" arriva sempre un più o meno intenso "bear market"; è necessario allora essere consapevoli che in tali circostanze si riscontreranno quasi certamente delle perdite. Se è vero allora che un gestore deve essere valutato su un arco temporale abbastanza lungo da considerare le diverse fasi del mercato, uno stile di gestione di questo tipo non potrà che essere giudicato negativamente. È chiaro, quindi, che lasciarsi sfuggire un periodo "toro" del mercato non solo deve essere visto come una mancata opportunità

²⁷ Gianfranco Ursino, "Le volatilità dei fondi flessibili", articolo del "Sole 24 Ore", 2006

²⁸ Paolo Sasseti, "La misteriosa e controversa asset allocation dei fondi flessibili", 2006

ma, anzi, come una perdita vera e propria (che, comunque sia, prima o poi arriva realmente).

Le strategie cui il portfolio manager può ricorrere sono, dunque, le più diverse: si potrà incontrare il gestore incline a non variare spesso la composizione del portafoglio, il gestore più prudente che tende ad andare controcorrente rispetto all'andamento del mercato (per cui nel corso dei momenti rialzisti dei mercati azionari diminuisce progressivamente la percentuale di azioni in portafoglio per ridurre i danni quando arriverà il bear market), il gestore, infine, che segue i periodi del mercato cercando di cavalcare i trend positivi (affrontando però anche il rischio di cogliere quelli negativi).

Queste grandi differenze nelle tecniche di gestione hanno fatto sì che le performance dei fondi flessibili siano risultate, costantemente negli anni, molto disomogenee. È comune riscontrare spread tra performance a un anno di più di dieci punti percentuali e, addirittura, differenze del 50% tra le performance a 3 anni.

Un'altra caratteristica dei fondi flessibili da tenere in debita considerazione sono le commissioni d'incentivo, più elevate rispetto a quelle dei fondi gestiti a benchmark (sia passivi che attivi). A fronte di tali maggiori costi, negli anni non si sono però riscontrate performance costantemente maggiori rispetto a quelle delle altre categorie di fondi. Sembrerebbe allora plausibile e giustificabile l'irritazione di quelli che, avendo investito in questo strumento, non hanno visto dei ritorni commisurati alle maggiori spese di cui sono stati gravati. Se una spiegazione a queste "fees" non può essere data dal lato dei rendimenti, una giustificazione si può trovare nel contenimento della volatilità e delle perdite²⁹. Come si è detto nei paragrafi precedenti, i fondi gestiti a benchmark sono spesso vincolati da direttive strategiche predefinite, risultanti dall'indicazione del parametro di riferimento. Perciò, un fondo azionario dovrà possedere sempre una percentuale minima di "equity" pur in presenza di periodi fortemente negativi del mercato; un fondo bilanciato,

²⁹ Paolo Antonio Cucurachi, "Le commissioni di incentivo e la performance dei fondi comuni: il caso dei fondi flessibili"

nonostante la compartecipazione della componente azionaria e obbligazionaria, non lascerà grande spazio di manovra al gestore il quale, vincolato nelle percentuali di composizione del portafoglio, non riuscirà a sfruttare al massimo le potenzialità della componente azionaria nei periodi positivi né tantomeno a proteggersi in modo opportuno da quelli negativi. Le migliori potenzialità dei fondi flessibili si sono, dunque, visti proprio dal lato della minimizzazione della volatilità. Sebbene ingenti perdite si siano riscontrate anche su questi strumenti, in linea generale i dati mostrano che questi fondi hanno retto meglio ai periodi di “bear market” rispetto a quanto abbiano fatto le restanti categorie.

In sostanza si può affermare che nei fondi flessibili, ancor più che nelle gestioni attive del portafoglio, la variabile “portfolio manager” diventa dominante nei risultati dell’investimento. Differenze di cinquanta punti percentuali tra le performance a tre anni non sono spiegabili se non con riferimento alla discrezionalità del gestore. I fondi flessibili non condividono alcuno dei rischi specifici (geografico, settoriale, di credito, valutario ecc.) delle altre categorie istituite da Assogestioni. L’eterogeneità di queste tipologie d’investimento è talmente vasta da impedire un’identificazione di un rischio preminente. Il fattore che, allora, assume rilievo è proprio quello della gestione “umana” del portafoglio. Se un fondo di questo tipo venisse gestito da un calcolatore, in possesso di informazioni corrette sugli sviluppi futuri del mercato ed in grado di modificare la composizione del portafoglio per tempo, non si avrebbe problema alcuno nel seguire i trend positivi ed evitare quelli negativi. Ovviamente questa è un’ipotesi irrealizzabile per tre fattori principali e intuitivi: il calcolatore stesso è, in ultima analisi, un prodotto del lavoro umano e, in quanto tale, è soggetto a difetti di programmazione; le informazioni che il calcolatore possiede provengono dall’aggregazione di dati che è stato l’uomo a memorizzare (e dunque soggetti a incompletezze e distorsioni); anche ipotizzando di avere informazioni impeccabili, sarà pur sempre l’uomo ad interpretarle e utilizzarle (spesso con poca razionalità).

Si può a questo punto concludere che il rischio maggiore cui è soggetto il risparmiatore in un fondo flessibile è quello di trovarsi di fronte ad un gestore non competente.

Abbiamo visto finora i tratti fondamentali della categoria dei fondi flessibili, i loro pro e i loro contro, gli stili di gestione adottabili e i rischi che si corrono con la loro sottoscrizione. Che cosa ricerca, allora, un risparmiatore da un fondo flessibile? Quali sono i suoi obiettivi e quali le aspettative?

I fondi flessibili non sono accumulabili in alcuna sotto-categoria se non per il livello di rischio cui ciascuno è orientato; allo stesso modo l'unico criterio di classificazione dei sottoscrittori è quello della maggiore o minore propensione al rischio. In realtà, se una distinzione di questo tipo può essere accettabile per i fondi, lo è meno per i clienti; questo è, infatti, un tipo d'investimento che si addice a quei soggetti con una medio-alta propensione al rischio e con la finalità di far crescere il capitale nel medio-lungo termine. Ciò che si ricerca generalmente in un fondo flessibile non è, dunque, il *beta* ma l'*alfa*³⁰. In verità, parlare di beta e di alfa nel caso dei fondi flessibili non è completamente corretto; questi sono, difatti, due parametri che assumono significato solo quando collegati a un parametro di riferimento, ossia al benchmark. Come si è già detto diverse volte in questo elaborato, l'alfa rappresenta l'extra-rendimento rispetto al portafoglio di mercato spiegabile dalla abilità del gestore; questo parametro è, dunque, una sorta di misura delle capacità del gestore. Per quanto detto prima sull'importanza assunta dal portfolio manager nella gestione dei fondi flessibili, è evidente che sarà proprio il parametro "alfa" quello su cui ci si andrà maggiormente a focalizzare nella valutazione delle performance di tali investimenti.

Possiamo concludere che, in questa categoria di fondi, gli investitori privati ricercano quella professionalità di gestione in grado di garantirgli scelte d'investimento ponderate e allo stesso tempo flessibili, profonda conoscenza del settore e costante attenzione ai movimenti di mercato. Il risparmiatore si sente, in un certo senso, liberato dall'onere di dover spiegare nel dettaglio il

³⁰ Paolo Antonio Cucurachi, "Le commissioni di incentivo e la performance dei fondi comuni: il caso dei fondi flessibili"

suo profilo rischio e i suoi obiettivi; allo stesso tempo non si sente più limitato da una singola finalità (protezione e conservazione del capitale, rendimenti a breve o medio/lungo termine ecc.) ma può sfruttare le diverse fasi del mercato attraverso approcci differenti e cambiamenti nella composizione del portafoglio.

Infine, nonostante un piccolo numero di sgr che offrono esclusivamente (o quasi) fondi flessibili, è opinione comune che questa categoria sia un ottimo modo di integrare il proprio portafoglio senza però farla diventare la parte preponderante. La costruzione del proprio portafoglio d'investimento dovrebbe, infatti, essere anch'essa caratterizzata da una buona diversificazione tra strumenti di vario tipo e non, invece, concentrata su un'unica categoria di fondo.

3. PERFORMANCE NEL RISPARMIO GESTITO

La valutazione della performance di un portafoglio finanziario è un passaggio fondamentale nella definizione di convenienza dell'investimento per il risparmiatore. Il settore del risparmio gestito, individuale (GPM e GPF) o collettiva (Sicav e fondi comuni d'investimento), ha la funzione principale di fornire un servizio di gestione ottimale delle risorse apportate dai singoli risparmiatori i quali, per mancanza di conoscenze o tempo sufficienti, non sarebbero in grado di compiere scelte altrettanto ponderate.

La valutazione che gli investitori fanno sul proprio investimento si basa in primo luogo sui rendimenti conseguiti (o conseguibili) dalla gestione cui si sono affidati (o cui si affideranno). Una stima dei rendimenti non basta però ad avere una visione d'insieme e obiettiva del risultato ottenuto con l'investimento; occorre tenere sempre in considerazione il livello di rischio assunto dal portafoglio finanziario. Un investimento di tipo azionario può potenzialmente dare luogo a rendimenti di molto superiori rispetto ad un investimento obbligazionario; i due non sono però confrontabili in termini assoluti in quanto il rischio di un portafoglio azionario è ben maggiore di quello in obbligazioni. Il parametro "beta" spiega questa differenza nei rendimenti ma anche nel grado di rischio affrontato: al crescere del beta il portafoglio è caratterizzato da un'enfaticizzazione dei movimenti del mercato complessivo; questo, se da un lato è fonte di potenziali maggiori ritorni in caso di trend positivi, può essere altrettanto pesante in termini di perdite quando il mercato è in discesa. Un investimento azionario sarà allora più soggetto ad ampie fluttuazioni dei titoli. Un portafoglio costituito da obbligazioni è invece un investimento considerato, di norma, più sicuro; un beta minore di 1 è, infatti, rappresentativo di una riduzione della sensibilità del portafoglio ai movimenti di mercato.

Esaminando le metodologie di calcolo dei rendimenti degli investimenti finanziari possiamo distinguere tra: rendimenti di tipo assoluto (che non tengono conto dei rischi del portafoglio finanziario) e rendimenti aggiustati per il rischio.

Rendimenti anno 2010 dei fondi di diritto italiano

I rendimenti fatti registrare nell'anno appena trascorso dai fondi di diritto italiano sono stati in linea con quanto visto negli ultimi dieci anni, il che non può essere considerata una notizia positiva. La media delle performance raggiunte dai fondi azionari, bilanciati, obbligazionari e liquidità ci riporta, infatti, un dato tutt'altro che entusiasmante: solo il 25% dei gestori è riuscito a battere il benchmark.

I comparti che si sono comportati meglio sono stati quello azionario e quello bilanciato in cui oltre un terzo dei fondi è riuscito a superare il proprio parametro di riferimento. Molto più preoccupante la situazione dei fondi obbligazionari e liquidità. Nei primi i gestori in grado di battere il mercato sono stati appena uno su 6 (16,8%), mentre nei secondi si è scesi addirittura ad un gestore su 10 (9,7%).

Tabella 5: fondi che hanno battuto il benchmark nel 2010

CATEGORIA	% fondi sopra il benchmark	CATEGORIA	%fondi sopra il benchmark
AZIONARI		OBBLIGAZIONARI	
Azionari Italia	36,6%	Obbligazionari euro governativi breve termine	8,8%
Azionari area euro	35,7%	Obbligazionari euro governativi medio/lungo termine	25,9%
Azionari Europa	40,5%	Obbligazionari euro corporate investment grade	8,3%
Azionari America	32,1%	Obbligazionari euro high yield	66,6%
Azionari Pacifico	32,0%	Obbligazionari dollaro governativi medio/lungo termine	0,0%
Azionari paesi emergenti	33,3%	Obbligazionari internazionali governativi	5,0%
Azionari paese	0,0%	Obbligazionari internazionali corporate investment grade	0,0%
Azionari internazionali	31,4%	Obbligazionari internazionali high yield	0,0%
Azionari settoriali	0,0%	Obbligazionari paesi emergenti	16,6%
		Obbligazionari altre specializzazioni	16,6%
Media Azionari	32,6%	Obbligazionari misti	26,9%

BILANCIATI		Media Obbligazionari	16,8%
Bilanciati azionari	40,0%		
Bilanciati	38,0%	FONDI DI LIQUIDITA`	
Bilanciati obbligazionari	33,3%	Liquidità area euro e dollaro	9,7%
Media Bilanciati	35,0%	TOTALE	
		Totale fondi	25,3%

Fonte: analisi Milano Finanza su dati al 30-12-2010

3.1 Il rendimento di periodo nella gestione patrimoniale

Nella valutazione del rendimento di un investimento finanziario le metodologie di calcolo variano in funzione del tipo di investimento che si sta prendendo in esame, ovvero della tipologia di gestione del risparmio (individuale o collettiva).

Un punto di partenza comune è, nonostante tutto, possibile trovarlo in una formula di base della matematica finanziaria che ci permette di individuare il tasso di interesse di un capitale investito nell'intervallo di tempo t , $t+1$ con la seguente formula:

$$i(t, t + 1) = \frac{C_{t+1} - C_t}{C_t}$$

Il tasso d'interesse così calcolato corrisponde a nient'altro che il rendimento, ottenuto da un investimento in un dato periodo, calcolato come la differenza tra il capitale inizialmente investito e quello ottenuto alla fine del periodo, il tutto diviso per il capitale inizialmente investito.

In realtà, questa è una formula piuttosto semplificatrice, che non tiene conto delle variazioni che possono avere a oggetto il capitale investito nel periodo di tempo considerato; vengono, infatti, effettuati spesso ulteriori versamenti oppure si eseguono prelevamenti di parte del capitale dato in gestione. Una valutazione corretta dei rendimenti dovrebbe sicuramente tener da conto

questi fattori che possono influenzare, positivamente o negativamente, il risultato finale di un portafoglio finanziario. Immaginiamo che un investitore abbia depositato una determinata somma in un fondo di investimento; il tempismo del deposito, dei successivi prelevamenti e ulteriori versamenti sono un fattore cruciale nella possibilità di conseguire un risultato positivo piuttosto che negativo. Un prelevamento subito primo di una fase di rialzo del mercato avrà l'effetto di non far cogliere al massimo l'opportunità in questione e, dunque, l'investitore otterrà guadagni minori di quelli che avrebbe potuto ottenere; viceversa, un versamento precedente a una caduta del mercato comporterà perdite ancora maggiori sul patrimonio del risparmiatore³¹.

Un metodo di calcolo dei rendimenti che tiene conto di queste variabili è il *Time Weighted Rate of Return*. Questa metodologia consente al risparmiatore di valutare, non solo il rendimento ottenuto nell'investimento, ma anche come questo risultato sia stato influenzato dalla gestione del portfolio manager; il rendimento così ottenuto sarà, inoltre, confrontabile con il parametro di riferimento benchmark (che è quello che più ci interessa e che meglio permette di avere un quadro obiettivo sull'andamento dell'investimento).

Il Time Weighted Rate of Return comporta la divisione del periodo di investimento considerato in più sottoperiodi. Questa suddivisione temporale avviene a seguito dei versamenti e prelevamenti effettuati nel tempo; ciò significa che ogni sottoperiodo è identificato da due operazioni (versamento o prelevamento) cronologicamente successive.

La finalità principale di questo metodo è quella di sterilizzare i rendimenti del portafoglio dagli effetti discorsivi degli investimenti e disinvestimenti. Il rendimento di ogni sottoperiodo è dato dal raffronto tra capitale finale e capitale iniziale cui vengono aggiunti gli investimenti (disinvestimenti) effettuati nel periodo.

³¹ Fuller, Farrel, "Analisi degli investimenti finanziari", 1993, Mc-Graw Hill, Milano.

Dato il rendimento ottenuto in ciascun sottoperiodo e, successivamente, tramite una concatenazione su base geometrica di tali rendimenti, è possibile ottenere il rendimento finale dell'investimento³².

È possibile semplificare la spiegazione tramite un esempio analitico.

Suddividiamo il periodo di valutazione dell'investimento in n sottoperiodi (con "n" finito). Chiamiamo C_I^i il capitale iniziale del sottoperiodo i e C_F^i il capitale finale dello stesso sottoperiodo i . Sia V^i (P^i) il versamento (prelievo) effettuato nel periodo i -esimo. Infine chiamiamo R^i il rendimento ottenuto nel sottoperiodo in questione. L'investimento potrà essere rappresentato in questo modo:

	Versamenti/ prelievi	Valore cap. iniziale	Valore cap. finale	rendimento
Sottoperiodo 1	V^1	$C_I^1 = V^1$	C_F^1	$R^1 = (C_F^1 - C_I^1) / C_I^1$
Sottoperiodo 2	V^2	$C_I^2 = C_F^1 + V^2$	C_F^2	R^2
.				
.				
.				
Sottoperiodo i	P^i	$C_I^i = C_F^{i-1} + P^i$	C_F^i	R^i
.				
.				
.				
Sottoperiodo n	V^n	C_I^n	C_F^n	R^n

Dati i rendimenti conseguiti in ogni sottoperiodo, arriviamo a calcolare il rendimento complessivo dell'investimento come:

$$TWRR = R_{\text{complessivo}} = [(1 + R^1) \times (1 + R^2) \times \dots \times (1 + R^i) \times \dots \times (1 + R^n)] - 1$$

³² Poletti Lucia, Monica Rossolini, "La valutazione della performance", Bancaria Editrice, Roma

Questo metodo di calcolo del rendimento conseguito viene utilizzato principalmente nelle gestioni del risparmio individuali, non prestandosi invece ad una valutazione efficace nel caso di fondi comuni d'investimento. Per questa categoria, anziché focalizzarsi sul valore del capitale conferito, è più opportuno ragionare in termini di quote immesse o ritirate dal mercato. Gli spostamenti di capitale, infatti, sono così frequenti nel caso dei fondi aperti da rendere eccessivamente arduo una rilevazione per ogni operazione di immissione e prelievo. Ragionare in termini di quote semplifica di molto il lavoro e permette di arrivare a dei risultati altrettanto soddisfacenti.

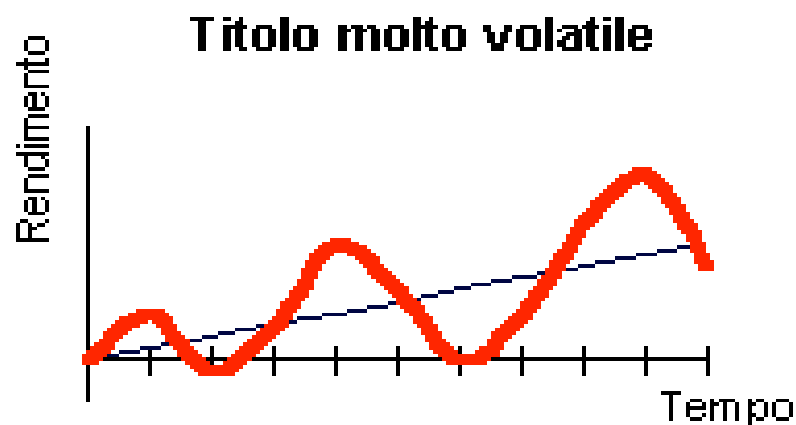
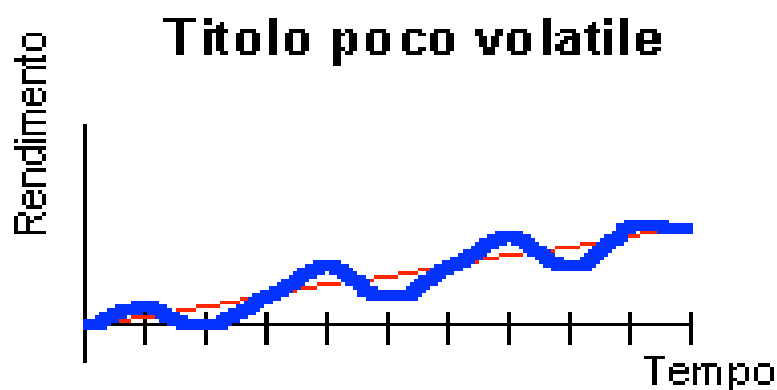
In entrambi i casi, sia che si usi il metodo delle quote per i fondi d'investimento o si ricorra al TWRR per le forme di gestione del risparmio individuali, è possibile valutare l'investimento effettuato rispetto al benchmark di riferimento e, attraverso questo paragone, dare un giudizio sull'operato del gestore.

3.2 Misurazione del rischio

Il concetto di rischio viene generalmente spiegato come un evento negativo, come la possibilità di subire una perdita. Sulla definizione di rischio e le sue metodologie di calcolo si è discusso a lungo in letteratura; eppure non è possibile una sua interpretazione oggettiva in quanto sentimento personalissimo di ogni singolo individuo. La percezione del rischio varia da persona a persona e, una circostanza che alcuni potrebbero sentire come particolarmente rischiosa, altri potrebbero considerarla tollerabile.

Nell'ambito dei mercati finanziari il rischio può essere associato alla probabilità di perdere tutto o parte del capitale investito. Questa probabilità è tanto maggiore quanto maggiori sono le oscillazioni che caratterizzano i titoli che compongono il portafoglio finanziario. Sappiamo che un titolo azionario è considerato più rischioso di un'obbligazione. Questo può essere dimostrato proprio analizzando le forti oscillazioni cui sono soggette le azioni. Il prezzo delle azioni si muove ripetutamente nel corso delle sedute di borsa con oscillazioni anche molto ampie; questo vuol dire che tra i minimi e

i massimi che le azioni fanno registrare nel corso di una sola giornata ci possono essere grandi scarti percentuali. Risulta allora maggiormente difficile prevedere il prezzo finale (che è quello che realmente conta) assunto dal titolo. All'aumentare delle oscillazioni aumenta così anche la variabilità e la rischiosità dell'investimento. La rischiosità di un investimento è, dunque, misurata dalla variabilità dei titoli che compongono il portafoglio finanziario investito; nello studio delle variazioni cui sono soggette le attività finanziarie ci si riferisce abitualmente alla nozione di "volatilità".



Fonte: www.informazionefinanziaria.it

Nelle due immagini viene mostrato come la volatilità rappresenti le movimentazioni del titolo intorno al suo rendimento medio (rappresentato dalla linea retta che parte dall'origine degli assi).

La misurazione della volatilità viene fatta per mezzo di un indicatore statistico conosciuto come "deviazione standard". Quanto maggiori sono le oscillazioni tanto più grande sarà la deviazione standard risultante e, di conseguenza, il grado di rischio attribuibile all'attività in questione. Questo indice misura, quindi, la dispersione intorno alla media dei rendimenti assunti dal titolo ed è calcolato come:

$$\sigma_p = \sqrt{\left[\frac{1}{n} \sum (R_i - R_p)^2 \right]}$$

dove R_p è il rendimento medio ex-post del titolo e " R_i " sono i rendimenti parziali misurati in un intervallo di tempo.

Nella individuazione del rischio cui è sottoposto il portafoglio come conseguenza delle scelte effettuate dal gestore è più utile ragionare in termini di rendimento effettivo conseguito con l'investimento e quello del corrispondente benchmark. La semplice differenza tra rendimento del portafoglio e quello dell'indice di riferimento si è già visto essere identificato nel "tracking error". Un tracking error positivo segnala che il portfolio manager ha operato bene ottenendo una out-performance rispetto al benchmark; considerazioni opposte in caso di TE negativo. Ciò che interessa però nella definizione del rischio non è il semplice TE, bensì la sua variabilità misurata dalla *Tracking Error Volatility*, ossia la deviazione standard della differenza tra rendimento del portafoglio e rendimento del benchmark. Dallo studio della TEV non ci aspettiamo di conoscere il risultato del portafoglio rispetto all'indice di riferimento, quanto piuttosto la politica di gestione adottata dal manager. Una TEV elevata sta ad indicare uno stile di gestione attivo del portafoglio e, di conseguenza, una assunzione di rischio maggiore da parte del gestore nell'intento di battere il parametro di riferimento. Uno

stile di gestione passivo sarà focalizzato sulla copia quanto più fedele possibile del benchmark; se il gestore riesce a individuare quali siano le attività maggiormente rappresentative dell'indice benchmark, ed è in grado di costruire un portafoglio molto simile a quello, ne risulterà una TEV piuttosto bassa. Nel caso estremo di una "full replication" del benchmark la TEV tenderà a zero.

La misurazione del rischio, sia che si ricorra alla TEV sia che si faccia riferimento alla deviazione standard dei rendimenti di un titolo, assume realmente significatività solo se messa in relazione al rendimento atteso del portafoglio. A parità di rischio saranno ovviamente preferiti titoli con rendimenti più elevati; viceversa, a parità di rendimenti saranno preferite le attività che permettono di affrontare il rischio minore.

Si parla in quest'ultimo caso di "rendimenti aggiustati per il rischio" (*risk adjusted performance*). Infatti, dal momento che un portfolio manager può innalzare il livello di rendimento atteso aumentando il rischio sistematico del portafoglio, la valutazione della performance di un investimento finanziario dovrebbe essere sempre integrata con la componente "rischio". Solitamente un'integrazione di questo genere avviene solo per singoli fattori di rischio³³; la realtà è ben diversa. Il portafoglio finanziario è caratterizzato da numerosi elementi di rischio, ciascuno dei quali può essere misurato da un indicatore specifico. Oggigiorno, siamo in possesso di numerosi strumenti di misurazione della performance aggiustata per il rischio; ognuno di questi prende in considerazione particolari variabili di mercato senza però poter essere, da soli, esaustivi sull'argomento. È necessario, dunque, conoscere almeno alcuni dei più importanti indicatori utilizzati nella pratica professionale e, alla luce della conoscenza dei fattori influenzanti il mercato, saperne dare un'interpretazione congiunta per arrivare a formulare scelte di portafoglio ponderate.

³³ Bodson L., Hübner G., "Effect of benchmark misspecification on risk-adjusted measures", Mc-Graw Hill, 2010

3.3 Principali fattori di rischio

Uno dei contributi più importanti nella individuazione dei fattori di rischio “endogeni” (o “sistematici”) che influiscono sull’andamento dei mercati lo troviamo nel lavoro di Chen, Roll, Ross (1986). Nella loro trattazione i tre autori specificano alcuni dei maggiori elementi che influenzano i movimenti dei prezzi del mercato azionario³⁴. Tra questi ricordiamo:

- variazioni inattese dell’inflazione;
- variazioni inattese dell’economia;
- variazioni nella produzione industriale;
- variazioni nel livello di consumo;
- variazioni nel prezzo del petrolio;
- rischio di insolvenza: viene generalmente quantificato come differenza tra “corporate” e “government” bond;
- rendimenti di mercato: i rendimenti in eccesso rispetto a quelli del titolo privo di rischio;
- premio per il rischio: derivante dalla differenza tra titoli a lungo termine e titoli a breve.

L’insieme di questi elementi va a formare quello che viene definito rischio sistematico, ovvero il rischio del mercato nel suo complesso e non derivante da scelte specifiche nella gestione del portafoglio finanziario da parte del portfolio manager. Il rischio sistematico è comunemente descritto dal β ed è, dunque, indicativo dei movimenti del portafoglio rispetto a quelli del mercato di riferimento. Questa è una componente di rischio mai eliminabile da parte del gestore; un obiettivo potrebbe allora essere quello di far ricondurre il rischio totale dell’investimento alla sola componente sistematica; questo significa azzerare il rischio “non sistematico”, derivante dalla politica di gestione del manager, tramite una efficace diversificazione del portafoglio. Inserendo, infatti, nel portafoglio finanziario una maggiore varietà di titoli si

³⁴ Chen, Roll, Ross, “Economic forces and the stock market”, 1986

dissocia l'andamento del nostro investimento da quello delle singole asset class (che avranno ciascuna un peso minore); in questo modo sfruttiamo mercati diversi, con trend differenti nel tempo: un trend negativo su un determinato mercato acquisisce un peso solo minoritario sull'investimento totale e potrebbe verosimilmente essere recuperato dal ritorno positivo ottenuto su un altro settore dell'economia.

Altri elementi di rischio che possiamo agevolmente individuare sono quelli connessi al particolare investimento effettuato; dunque, possiamo individuare tre precise categorie di strumenti finanziari inquadrabili in un continuum che va dalla più rischiosa alla meno rischiosa: azioni, obbligazioni, liquidità³⁵. Oltre che alle oscillazioni dei rendimenti e alla variabilità dei prezzi, le azioni sono da considerarsi la classe più rischiosa anche con riferimento al rischio connesso alla liquidità; con questo s'intende la possibilità di trasformare lo strumento finanziario in moneta senza perdite di valore.

Un altro fattore di rischio particolarmente rilevante è quello concernente il paese e l'economia cui un investitore si rivolge. Il rischio è la conseguenza della situazione politico-istituzionale del paese emittente del titolo, della sua situazione economica, della forza della sua valuta sul mercato internazionale. Un paese in via di sviluppo viene, nella prassi, considerato più rischioso di un paese industrializzato (per la maggior esposizione debitoria e la maggiore probabilità di insolvenza); una situazione politica o economica instabili sono altri due fattori di rischio da tenere costantemente sotto controllo. Tutti questi elementi portano a declassazioni di rating (downside risk) del paese e, dunque, a maggiori premi per il rischio ad esso associati.

Da questa discussione deriva una soluzione di riduzione del rischio già accennata in precedenza: la minimizzazione del rischio sistematico attraverso la diversificazione; in aggiunta, alla luce delle ultime considerazioni fatte sul "rischio paese" possiamo integrare quanto detto prima affermando che questa strategia non dovrà essere implementata

³⁵ De Marchi Gianluigi, "Scegliere il fondo giusto: come utilizzare il benchmark per valutare i prodotti del risparmio gestito", 2001

soltanto considerando le singole asset class, bensì sarà necessaria una visione più ampia della situazione economica mondiale che ci porti a diversificare anche a livello di settore di attività e di paese di emissione.

3.4 Misure di performance aggiustate per il rischio

Nei paragrafi precedenti abbiamo esaminato le tecniche di misurazione della performance assoluta di un portafoglio e di rischio assunto a fronte di questa performance. Si è già detto come, nella realtà, questi due parametri debbano essere integrati tra loro per arrivare a formulare una valutazione dell'investimento più veritiera possibile. Nelle misure di rendimento "risk-adjusted" si fa uso di diversi indicatori di rischio (σ , β e TEV) con l'obiettivo di arrivare a compiere scelte di investimento quanto più razionali possibili. Passiamo ora a una descrizione degli indici di maggior interesse e più utilizzati nella pratica comune.

Indice di Sharpe

L'indice di Sharpe misura la capacità del gestore di creare un extra-rendimento rispetto al tasso d'interesse privo di rischio per unità di rischio complessivo sopportato. La volatilità è rappresentata dunque dalla deviazione standard σ che include sia rischio sistematico che non sistematico. L'indice viene calcolato come:

$$IS = \frac{(R_p - R_f)}{\sigma_p}$$

dove R_p rappresenta il rendimento medio del portafoglio e R_f il rendimento dell'attività priva di rischio.

Sono preferiti ovviamente i portafogli con Sharpe Ratio maggiore poiché in grado di remunerare meglio il rischio maggiore assunto dal portafoglio. Questo indice permette di valutare la positività o meno del rendimento ottenuto dal portafoglio; non è, però, ancora adatto a formulare

considerazioni di preferenza tra diversi tipi di investimento. per scegliere tra più portafogli, seppur potremmo dire essere preferibili quelli con Sharpe Ratio maggiore, sarebbe più opportuno una misurazione degli extra-rendimenti rispetto al portafoglio benchmark anziché rispetto all'attività priva di rischio. Vedremo più avanti che un'interpretazione delle sovra-performance di questo tipo ci viene data dall' "Information Ratio".

Indice di Treynor

L'indice di Treynor descrive la capacità del gestore di produrre extra-rendimenti per unità di rischio sistematico. Come nell'indice di Sharpe il rendimento in eccesso del portafoglio è misurato rispetto al rendimento del titolo privo di rischio. La differenza la troviamo nella misura rappresentativa del rischio che, nell'indice di Treynor, diventa il β , caratterizzante il solo rischio sistematico. In questo caso, quindi, si assume che il portafoglio sia perfettamente diversificato e che il rischio complessivo coincida con il rischio sistematico. Si può dunque scrivere la formula dell'indice come:

$$IT = \frac{(R_p - R_f)}{\beta_p}$$

Anche in questo caso saranno preferiti quei portafogli con indice di Treynor maggiore. Inoltre, l'utilità maggiore di questo indice, è quella di valutare la convenienza ad integrare un portafoglio già diversificato con un ulteriore attività o, ancora, scegliere tra più titoli, quello che meglio si amalgama a tale portafoglio già diversificato. L'indice di Treynor permette, infatti, di calcolare l'alterazione dell'extra-rendimento per variazioni differenziali del rischio sistematico conseguenti l'inclusione nel portafoglio di un nuovo titolo. In altre parole è come chiedersi: includere il titolo "x" nel portafoglio diversificato "P" porta ad una determinata modifica del parametro β ; dato l'excess return che ne risulta, è conveniente effettuare tale operazione?

Indice di Modigliani

L'indice di Modigliani confronta il rendimento di un portafoglio con il rendimento dell'indice di riferimento benchmark, a parità di rischio complessivo:

$$IM = \frac{(R_p - R_f)}{\sigma_p} \sigma_m$$

Gli excess return dei portafogli finanziari possono essere spesso spiegati dall'assunzione di un rischio diverso rispetto al portafoglio di mercato. Diventa allora problematico dare una valutazione veritiera dell'andamento del portafoglio e della bravura del gestore. L'indice di Modigliani risolve questo problema eguagliando il rischio del portafoglio investito a quello del mercato di riferimento. L'extra-rendimento viene così depurato della componente riconducibile al particolare rischio affrontato dal portfolio manager. La domanda che in questa circostanza è importante chiedersi è: se il rischio del portafoglio fosse stato pari a quello di mercato, quale sarebbe stato il rendimento in eccesso?

Per confrontare i due portafogli, reale e di mercato, è necessario dunque costruire un portafoglio fittizio avente la stessa rischiosità di quello di mercato. Questo è possibile attraverso un coefficiente "c" che eguagli la deviazione standard dei due portafogli:

$$c = 1 - (\sigma_m / \sigma_p)$$

Nel caso in cui la deviazione standard del portafoglio reale sia maggiore di quella del portafoglio di mercato il parametro "c" risulterà positivo; ai fini della normalizzazione, sarà allora necessario includere nel portafoglio investito una componente di attività risk-free per una percentuale esattamente pari a "c". Il rendimento precedentemente ottenuto dal portafoglio reale sarà invece pesato per un valore pari a "1-c". Il rendimento ottenuto sarà dunque:

$$R_n = c \times R_f + (1-c) \times R_p$$

Questo è un rendimento “normalizzato” a quello del mercato complessivo e permette un confronto a parità di livello di rischio; se il rendimento così ottenuto sarà ancora maggiore rispetto a quello di mercato, il giudizio sull’operato del gestore non potrà che essere positivo.

Information Ratio

L’information ratio è dato dal rapporto tra media e volatilità dei rendimenti in eccesso rispetto al parametro di riferimento benchmark; in altre parole è il rapporto tra extra-rendimento rispetto al benchmark e Tracking Error Volatility.

$$IR = \frac{(R_p - R_b)}{TEV_p}$$

L’information ratio delinea, dunque, la capacità del gestore di sovraperformare il benchmark rispetto al rischio assunto misurato in termini di volatilità degli extra-rendimenti (TEV).

L’aumentare del valore dell’indice può essere ricondotto a due situazioni: l’aumento del rendimento in eccesso rispetto a quello del portafoglio benchmark a parità di rischio assunto oppure la diminuzione della TEV senza che di questo se ne risenta con un minor extra-rendimento. In entrambi i casi si avranno giudizi positivi sulla strategia di gestione implementata dal portfolio manager.

Dall’analisi della TEV inoltre è possibile capire lo stile di gestione adottato dal manager. La Tracking Error Volatility, infatti, misura la variabilità dei rendimenti intorno a quello del benchmark; dunque, rendimenti che hanno seguito l’andamento del benchmark (TEV bassa) segnalano un chiaro stile di gestione indicizzato al parametro di riferimento; al contrario, rendimenti che si sono discostati di molto dal benchmark (TEV alta) individuano uno stile di

gestione attivo, la costruzione di un portafoglio anche molto diverso da quello usato come riferimento.

3.5 Misurazione della bravura del gestore

La misurazione della sopra-performance ottenuta rispetto al benchmark è un primo e fondamentale elemento da calcolare quando si valutano i risultati di un determinato investimento. Avere consapevolezza del semplice risultato di gestione rispetto al parametro di riferimento ci permette, però, di valutare soltanto l'investimento come positivo piuttosto che negativo. Per avere una maggiore cognizione di ciò che è successo e di come si è movimentato il portafoglio è necessario analizzare in che modo tale risultato è stato raggiunto. Si procede così a individuare quella parte di extra-rendimento attribuibile all'operato del gestore, alle sue precise scelte strategiche sul portafoglio. I vantaggi apportati dal gestore del portafoglio possono essere ricondotti principalmente a due tecniche di gestione già citate in precedenza, ovvero:

- security selection (misurata dalla α di Jensen³⁶);
- market timing.

La valutazione del contributo offerto dal gestore con la cosiddetta security selection è effettuata per mezzo di una misura introdotta da Michael C. Jensen, in una pubblicazione del 1969, e che prese il nome di "*Alfa di Jensen*". Il suo studio partiva da un modello di asset pricing, il "Capital Asset Pricing Model", il quale definisce il rendimento atteso delle attività finanziarie dati per conosciuti il rendimento di mercato, il rendimento dell'attività priva di rischio e il β del portafoglio investito. Il CAPM si basa sulla considerazione semplicistica che il rendimento di un portafoglio finanziario è funzione della sola excess return del portafoglio di mercato rispetto al titolo privo di rischio,

³⁶ Jensen, "The Performance of mutual funds in the period 1945-1964", in *Journal of Finance*, 1968

pesato poi per il beta (misura della sensibilità del portafoglio ai movimenti del mercato). Jensen introduce una misura di performance aggiustata per il rischio con l'obiettivo di rilevare la componente di out-performance assegnabile alle capacità e alle scelte del gestore. Il fattore "portfolio manager" diventa, dunque, per la prima volta incluso in maniera analitica in una valutazione di performance. Jensen, si è detto, fa partire le sue considerazioni dal CAPM e dalla formula della SML (Strategic Market Line):

$$R_p = R_f + \beta_p (R_m - R_f)$$

dove R_p è il rendimento atteso del portafoglio dati il tasso privo di rischio, il rendimento di mercato e il beta; la misura "alfa" introdotta da Jensen rappresenta il rendimento in eccesso che il portafoglio ha realizzato rispetto a quanto era stato previsto secondo il CAPM in base al livello di rischio misurato dal beta³⁷. L'alfa di Jensen viene dunque descritta dalla seguente formula:

$$\alpha_p = R_p - R_{CAPM}$$

cioè,

$$\alpha_p = R_p - [R_f + \beta_p (R_m - R_f)]$$

Questa equazione rappresenta la distanza verticale tra il rendimento R_p effettivamente realizzato e la Security Market Line definita dal CAPM; in altre parole, l'alfa di Jensen raffigura la porzione di rendimento del portafoglio non spiegata dalla relazione lineare esistente tra le performance delle attività finanziarie e l'indice di mercato³⁸.

³⁷ www.informazionefinanziaria.it

³⁸ Basile Ignazio (2001)

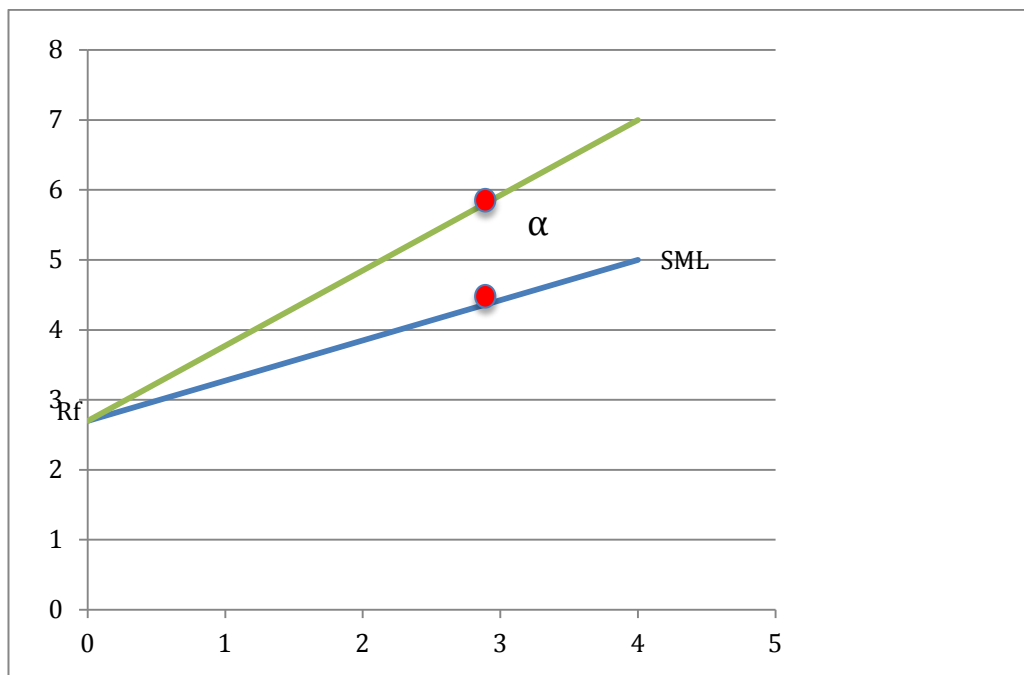


Figura 6: alfa di Jensen

Dal grafico si evince che qualora l'inclinazione della retta che congiunge il tasso privo di rischio e il rendimento effettivo del portafoglio sia maggiore di quella congiungente lo stesso tasso con il rendimento atteso (SML) l'alfa di Jensen assume un valore positivo; questo significa che il gestore ha operato bene sul mercato, includendo nel portafoglio investito titoli che il mercato sottovalutava e diminuendo il peso di quelli che invece erano sopravvalutati. Considerazioni opposte valgono nel caso di alfa negativo: il gestore non è riuscito a valutare in maniera corretta le potenzialità delle attività selezionate; ha scelto titoli che non sono riusciti a garantire performance pari a quelle di mercato. Ne deriva, dunque, una valutazione negativa del portfolio manager.

Il market timing³⁹ consiste invece nella parte di out-performance derivante dalla capacità del gestore di prevedere i trend futuri del mercato. Una abilità particolarmente utile, quanto rara, di un portfolio manager è proprio quella di modificare la composizione del portafoglio (i pesi delle attività che lo

³⁹ Treynor, Mazuy, "Can mutual funds outguess the market", 1966

compongono) in relazione agli andamenti di mercato. Il rischio è una componente centrale di un investimento, un elemento che incide indirettamente sulle possibilità di rendimenti conseguibili. Il parametro beta di un portafoglio ne misura l'intensità di variazione ai movimenti di mercato; questo fattore è alla base dell'effetto leva, volto all'enfatizzazione dei risultati (positivi o negativi) realizzati dal mercato. Proprio a questa opportunità ci si riferisce quando si parla di market timing: la capacità di modificare il rischio sistematico (β) affrontato dal portafoglio in funzione dell'andamento previsto del mercato. Il rendimento verrà massimizzato nelle fasi di rialzo quando il beta è elevato (comunque maggiore di 1); nel caso opposto, di andamento negativo del mercato, l'obiettivo sarà una minimizzazione delle perdite grazie a una diminuzione del rischio sistematico (beta minore di 1). Questo ragionamento deriva dal fatto che un beta maggiore di 1 moltiplica i risultati del mercato, mentre un beta minore di 1 li deprime. È chiaro che una strategia attiva di market timing può essere potenzialmente devastante sul portafoglio: in caso di interpretazione sbagliata da parte del gestore dei trend futuri, si incorrerà in una amplificazione delle perdite realizzate dal mercato complessivo oppure in una depressione dei rendimenti.

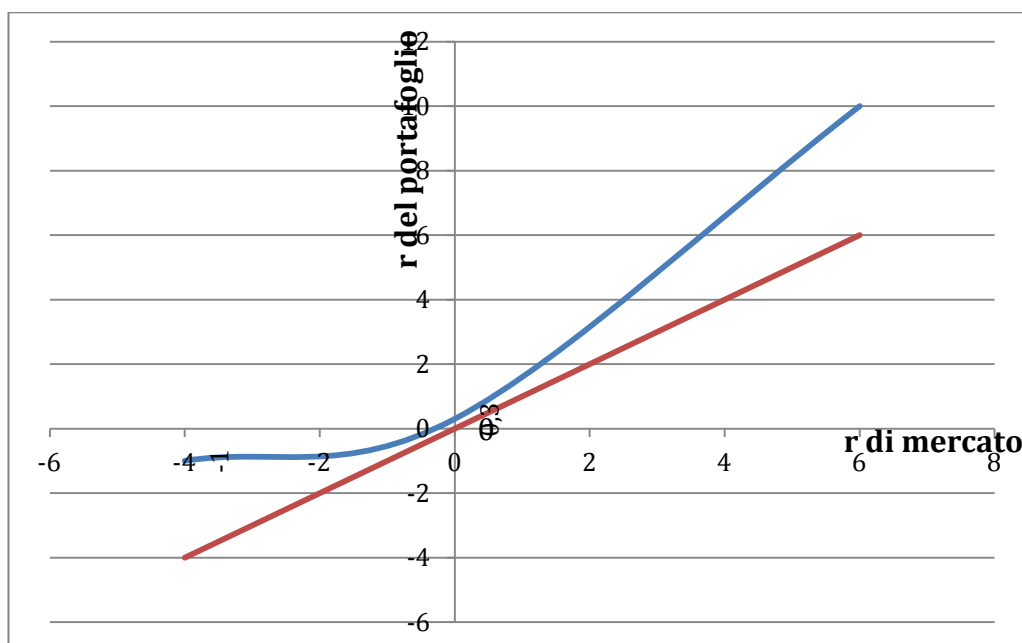


Figura 7: effetto positivo del market timing sul rendimento portafoglio rispetto al mercato

L'effetto del market timing sull'andamento del portafoglio può essere rappresentato graficamente su due assi cartesiani dove sulle ascisse viene posto il rendimento del mercato e sulle ordinate il rendimento del portafoglio. Nel caso in cui il gestore non adotti una strategia di market timing, questo comporta che il parametro beta non venga modificato nel tempo; un beta di questo tipo mantiene invariato il rischio sistematico assunto dal portafoglio rispetto al mercato. Questo significa che, sia in caso di trend positivi che negativi, gli effetti sul portafoglio avranno un peso costante, senza maggiori perdite o guadagni. Graficamente una situazione di questo tipo viene raffigurata da una linea retta con inclinazione pari al beta del portafoglio.

La situazione in cui, invece, il gestore si impegni a prevedere i prossimi andamenti di mercato porta all'implementazione della tecnica del market timing con ripercussioni in termini di maggiori o minori rendimenti/perdite. La sua rappresentazione grafica ha la forma di una parabola. Un market timing con valore positivo per il portafoglio farà crescere maggiormente la curva in prossimità dei valori positivi e diminuire in misura minore quando ci si trova in performance negativa. Caso contrario per un market timing errato che amplifica le perdite.

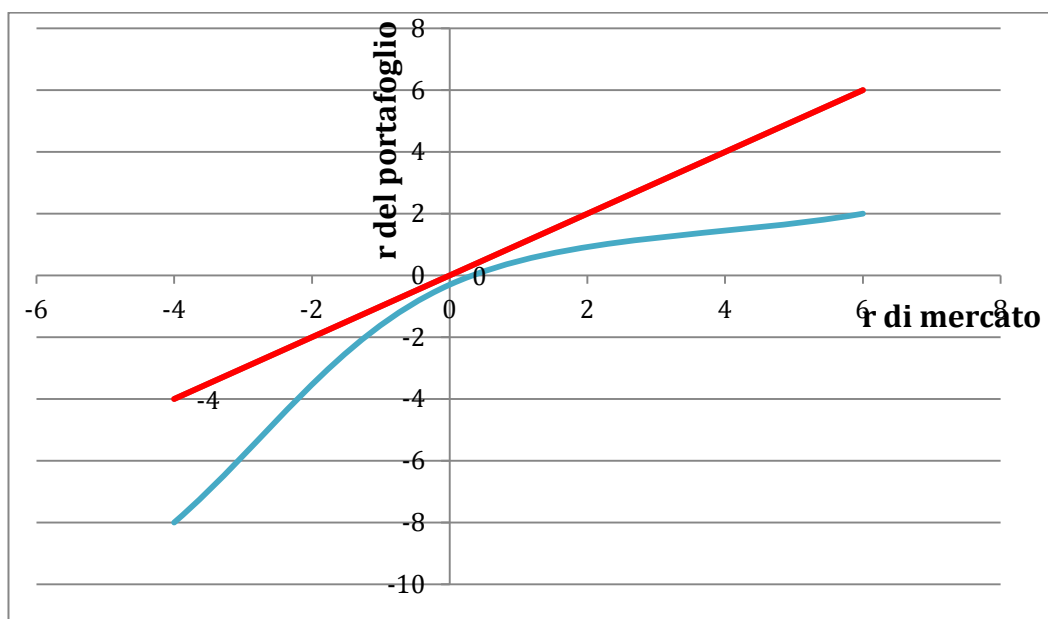


Figura 8: effetto negativo del market timing sul portafoglio rispetto al rendimento di mercato

La curvatura della parabola (con andamento positivo rispetto alla retta) esprime la capacità del gestore di sovraperformare il mercato attraverso la tecnica del market timing; questa capacità, e dunque la curvatura della parabola, vengono definite da un parametro che possiamo chiamare t_p del contributo del market timing⁴⁰.

A questo punto si può riprendere la formula, già esaminata nel caso dell'alfa di Jensen, rappresentativa del rendimento effettivo del portafoglio rispetto a quello atteso, per includervi anche la componente relativa al market timing. Si può allora riscrivere il rendimento realizzato ex-post da un dato portafoglio come:

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p (R_m - R_f) + t_p (R_m - R_f)^2$$

dove all'aumentare di t_p aumenta il contributo al rendimento realizzato attribuibile alla capacità del gestore di pesare nella maniera corretta le attività nel portafoglio in funzione delle sue previsioni sugli sviluppi futuri del mercato.

⁴⁰ Basile, "Benchmark e performance dei portafogli azionari e obbligazionari – Scelte di gestione e valutazione del rendimento e del rischio degli investimenti"

CASO DI STUDIO: FONDI GESTITI A BENCHMARK E FONDI FLESSIBILI IN ITALIA - EURIZON CAPITAL

Il 2010 è stato un anno caratterizzato da una raccolta positiva dell'industria del risparmio gestito, pari quasi a 26 miliardi. A rendere pubblici questi dati è stata, come di consueto, la "mappa del risparmio gestito" di Assogestioni.

Tabella 6: evoluzione storica della raccolta netta

RACCOLTA NETTA	4 ° Trim. 2010	Trimestre precedente	Da inizio anno	Ultimi 2 anni	Ultimi 3 anni
	Mln. euro	Mln. euro	Mln. euro	Mln. euro	Mln. euro
GESTIONE COLLETTIVA	-1.285	1.498	7.330	7.305	-134.554
OICR aperti	-2.393	1.220	5.697	5.014	-138.638
OICR chiusi	1.108	278	1.634	2.291	4.084
GESTIONE DI PORTAFOGLIO	-2.036	1.611	18.581	53.563	-4.430
GPF retail	148	-670	-500	-7.266	-41.125
GPM retail	-1.990	-101	3.861	7.044	-5.901
Gestioni di patrimoni previdenziali	127	-773	792	3.051	7.438
Gestioni di prodotti assicurativi	426	3.849	16.434	49.454	37.614
Altre Gestioni	-747	-694	-2.005	1.280	-2.455
AZIONARI	2.877	563	4.253	8.635	-38.291
BILANCIATI	1.116	-1.626	6.443	7.076	-31.152
OBBLIGAZIONARI	-53	6.800	28.773	51.459	-34.928
MONETARI	-7.749	-4.078	-28.231	-31.338	-40.919
FLESSIBILI	-614	-66	3.533	808	-25.327
HEDGE	-664	-557	-1.958	-7.434	-15.625
IMMOBILIARI	1.066	246	1.419	2.032	3.831
NON CLASSIFICATO	700	1.828	11.679	29.630	13.624
GRUPPI ITALIANI	-6.423	-1.560	5.344	24.378	-171.090
Gestione collettiva	-5.184	-1.942	-8.550	-12.378	-138.678
Gestione di portafoglio	-1.239	382	13.894	36.756	-32.412
GRUPPI ESTERI	3.103	4.670	20.568	36.490	2.304
Gestione collettiva	3.899	3.440	15.880	19.683	-19.766
Gestione di portafoglio	-796	1.230	4.687	16.807	22.070
TOTALE	-3.320	3.110	25.911	60.868	-138.984

Fonte: "Mappa del risparmio gestito" di Assogestioni

Dalla tabella si vede come su quei 26 miliardi di euro raccolti nell'ultimo anno, l'impatto maggiore ce l'hanno avute le obbligazioni, con un investimento nel comparto di ben 28 mld; dall'altro lato il comparto monetario ha avuto disinvestimenti speculari (-28 mld) alla raccolta in obbligazioni. Dati positivi si sono registrati anche per azioni (+4 mld) e bilanciati (+ 6 mld). Quanto ai fondi flessibili la raccolta ha fatto segnare un più 3,5 mld, confermando così la ritrovata fiducia in questo strumento dopo che la crisi finanziaria del 2008 aveva determinato valori di raccolta fortemente negativi.

Se il dato, seppur positivo, sugli investimenti in fondi flessibili può sembrare marginale visto in termini assoluti, assume una maggiore rilevanza quando si considerano le percentuali in cui è allocato il capitale degli italiani tra i vari strumenti. Emerge allora che, con l'eccezione delle obbligazioni, che hanno raccolto com'è prassi più di tutti, chi ha avuto gli investimenti più modesti sono stati il comparto azionario e quello dei bilanciati. Questa considerazione viene dal fatto che le due categorie di fondi hanno rispettivamente una quota del patrimonio gestito totale del 12,3% e del 22,2% contro appena l'8,2% degli investimenti flessibili.

Tabella 7: evoluzione storica del patrimonio gestito

PATRIMONIO GESTITO	dic-10		dic-09	
	Mln. euro	in %	Mln. euro	in %
AZIONARI	124.141	12,3%	107.451	11,3%
BILANCIATI	223.276	22,2%	210.414	22,2%
OBBLIGAZIONARI	319.470	31,7%	288.466	30,4%
MONETARI	73.261	7,3%	100.715	10,6%
FLESSIBILI	82.910	8,2%	76.484	8,1%
HEDGE	12.481	1,2%	15.409	1,6%
IMMOBILIARI	40.931	4,1%	38.270	4,0%
NON CLASSIFICATO	130.960	13,0%	112.713	11,9%

Fonte: "Mappa del risparmio gestito" di Assogestioni

Da quest'ultima considerazione è possibile interpretare quei 3,5 mld come una raccolta piuttosto consistente per un comparto che, con poco più di dieci anni di vita, è ancora in fase di affermazione.

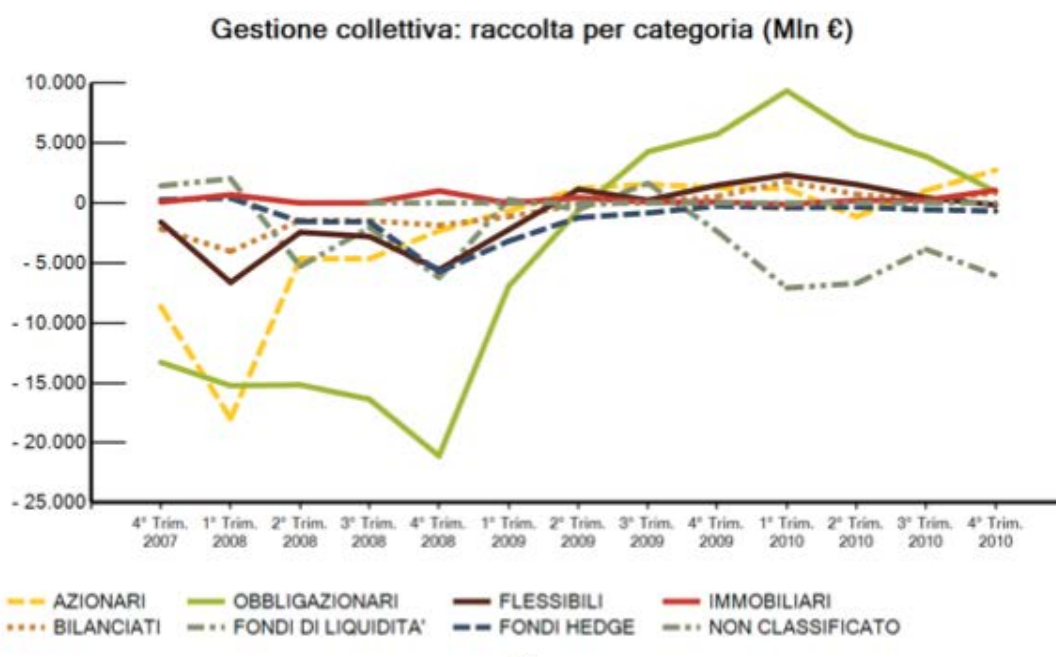


Figura 9: raccolta delle categorie di fondo

Fonte: Assogestioni

Per quanto riguarda i gruppi societari maggiormente presenti nel settore si può ancora una volta fare riferimento al report sul risparmio gestito di Assogestioni. Da questo risulta che il gruppo con il peso maggiore nel mercato è Intesa Sanpaolo (con il 21,68%), seguito dal Gruppo Generali e dalla Pioneer Investments (di Unicredit).

Tabella 8: gruppi ordinati per patrimonio gestito

	Patrimonio gestito	
	Mln. euro	In %
1. GRUPPO INTESA SANPAOLO	218.395	21,68%
EURIZON CAPITAL	163.661	16,25%
OICR aperti	78.312	7,77%
GPF retail	1.218	0,12%
GPM retail	25.271	2,51%
Gestioni di patrimoni previdenziali	8.211	0,82%
Gestioni di prodotti assicurativi	49.135	4,88%
Altre Gestioni	1.513	0,15%
FIDEURAM	54.735	5,43%
2. GRUPPO GENERALI	143.144	14,21%
3. PIONEER INVESTMENTS - GR. UNICREDIT	129.605	12,85%
4. GRUPPO MEDIOLANUM	41.103	4,08%
5. ALLIANZ	36.263	3,60%
6. GRUPPO UBI BANCA	33.211	3,30%
7. GRUPPO BNP PARIBAS	28.026	2,78%

Fonte: Assogestioni

Eurizon Capital è la società del risparmio gestito (insieme a Fideuram) del Gruppo Intesa Sanpaolo. Leader del settore in Italia, Eurizon Capital è specializzata nella gestione del risparmio sia per la clientela retail (fondi comuni d'investimento e gestioni patrimoniali) che per la clientela istituzionale. Il patrimonio gestito complessivamente dalla società al 31 dicembre 2010 ammonta a circa 168 miliardi di euro, che le valgono una quota mercato pari al 16,25%. Al suo interno Eurizon Capital è costituita da quattro società, tutte operanti nel settore del risparmio gestito: *Eurizon Capital Sgr* (che gestisce i fondi comuni italiani - la famiglia di fondi *Eurizon* e *Eurizon focus*), *Eurizon Capital SA*, cui fanno capo i fondi di diritto lussemburghese *Easy Fund*, *Eurizon AI* (specializzata nella gestione dei fondi di fondi hedge) e *Epsilon Sgr* che gestisce gli omonimi fondi.

Eurizon Capital offre, dunque, alla propria clientela prodotti per qualsiasi esigenza, dai classici azionario e obbligazionario agli strumenti flessibili e absolute return, dai fondi volti alla protezione del capitale agli hedge fund.

In questo lavoro focalizzeremo la nostra attenzione sulle differenze di gestione e, in particolar modo, di rapporto rischio/rendimento, tra fondi flessibili e fondi gestiti a benchmark. Per far questo è necessario definire un criterio di comparazione tra fondi appartenenti alle due categorie in modo da rendere coerente il paragone e rilevanti i risultati cui arriveremo.

Quale può essere allora la base su cui fondare quest'analisi?

La forte diversità nella composizione di ciascun fondo flessibile impone che l'unico criterio possibile di comparazione con i fondi gestiti a benchmark sia il livello di rischio assunto nella gestione. Possiamo così suddividere i risparmiatori, e di conseguenza gli investimenti, secondo diversi profili di rischio; questi comporteranno poi una differente asset allocation, in primo luogo tra azioni, obbligazioni e liquidità e, successivamente, a livello geografico e settoriale. Per far questo utilizziamo il prospetto, offerto da Eurizon Capital stessa, che distingue gli investimenti in quattro profili di rischio: prudente, moderato, dinamico, attivo.

Ognuno di questi viene compreso in un range di rischio espresso tramite il VaR. La misura in questione quantifica, come abbiamo già visto, la massima perdita potenziale cui è soggetto il portafoglio, con una probabilità del 99%, nell'arco temporale di tre mesi. I profili d'investimento possono, dunque, essere così riassunti:

- Prudente: VaR compreso tra 0% e 3,5%
- Moderato: VaR compreso tra 3,5% e 8,5%
- Dinamico: VaR compreso tra 8,5% e 17,5%
- Attivo: maggiore del 17,5%

Partendo da questa distinzione in classi di rischio possiamo analizzare i dati sulle performance delle diverse categorie di fondo in maniera coerente; siamo così in grado di individuare i trend di mercato degli ultimi anni e dare giudizi sulle gestioni che meglio (e peggio) si sono comportate.

ATTIVITÀ FINANZIARIA / PROFILO DI INVESTIMENTO	PRUDENTE (%)	MODERATO (%)	DINAMICO (%)	ATTIVO (%)
LIQUIDITÀ	30	16	5	0
Titoli di Stato Euro	29	27	13	0
Obbligazioni Dollaro	2	3	4	0
Obbligazioni Yen	2	2	2	0
Obbligazioni Paesi Emergenti	1	5	5	0
Obbligazioni Corporate UEM	25	15	3	0
Obbligazioni Alto Rendimento	1	3	6	0
TOTALE OBBLIGAZIONI	60	55	33	0
Azioni Italia	2	5	13	17
Azioni Europa	2	3	6	14
Azioni America	5	15	27	35
Azioni Giappone	0	2	5	10
Azioni Pacifico escluso Giappone	0	1	5	14
Azioni Economie Emergenti	1	3	6	10
TOTALE AZIONI	10	29	62	100
ESPOSIZIONE DOLLARO (%)	8	22	42	59
ESPOSIZIONE STERLINA (%)	1	1	2	5
ESPOSIZIONE YEN (%)	2	4	7	10
RISCHIO (F)	3,02	6,07	11,99	17,92

Tabella 9: profili di rischio degli investimenti

Fonte: Eurizon Capital SGR

Muovendo dalla raccolta dei dati d'interesse dal sito Internet di Eurizon Capital, è stato possibile avere un primo quadro generale di classificazione dei fondi: da una parte i fondi flessibili, dall'altra i fondi azionari, obbligazionari e bilanciati. Ciascuna di queste ultime tre categorie (gestite a benchmark) sono caratterizzate per il fatto di avere una precisa connotazione di rischio in funzione dell'universo di titoli in cui vengono investite. I fondi flessibili, al contrario, sono stati divisi a loro volta in classi di rischio; in questo modo è stato possibile confrontarli con i fondi gestiti a

benchmark che hanno peculiarità più o meno simili. Un fondo flessibile con un “alto” grado di rischio sarà, ad esempio, comparabile a un fondo azionario; investimenti obbligazionari e bilanciati saranno, invece, più opportunamente raffrontati a fondi flessibili con livello di rischio medio, medio/basso o medio/alto.

Nell’analisi abbiamo preso in considerazione solo un campione dei fondi eurozona cercando, comunque, di includere la maggior parte dei settori e delle aree geografiche di maggiore interesse.

Cominciamo ora analizzando singolarmente le performance ottenute da ciascuna categoria, senza dunque operare alcun raffronto.

I fondi flessibili, indipendentemente dal livello di rischio assunto, hanno performato tutti in maniera positiva negli ultimi tre anni. Unica eccezione a questo trend è stato il fondo Eurizon TEAM 5 classe A che, complice un 2008 pesantemente in negativo, risulta avere una performance media annua degli ultimi 3 anni di -0,2%. Da un altro punto di vista, anche questo unico dato negativo può essere reinterpretato sotto luce diversa: la violenta crisi finanziaria del 2008 aveva causato, infatti, enormi cadute delle borse mondiali con danni principalmente agli investimenti di natura azionaria; TEAM 5 classe A è un fondo caratterizzato da un livello di rischio “alto”, che negli ultimi anni ha investito in azioni quote tra il 50% e anche oltre l’80%; i mercati privilegiati sono stati quello Americano e dei Paesi Emergenti (solo recentemente quest’ultimo è stato sotto pesato in favore della zona Euro). Dati questi presupposti si può ritenere che essere riusciti a recuperare quasi totalmente quanto perso nel 2008 non può che far ritenere soddisfatti gli investitori (i quali solo due anni prima avevano visto svanire il 28,8% dei loro risparmi in questo fondo).

Valutazioni ancor più positive si possono dare, su questa scia, anche agli altri fondi flessibili. Le loro performance medie annue degli ultimi tre anni sono, infatti, tutte rigorosamente in positivo (a dispetto di una crisi finanziaria che, seppur in misura minore, aveva colpito anche loro, generando performance negative in sei fondi su nove del nostro campione).

Tabella 10: rischio e performance di alcuni fondi flessibili Eurizon Capital

Fondo	Patrim. investito	Rischio	VaR	Perf. ultimi 12 mesi	Perf. 2010	Perf. media annua ultimi 3 anni
TEAM 1 classe A	54 mln	medio/basso	-1,20%	-0,10%	0,30%	1,50%
Rendimento assoluto 2 anni	791 mln	medio/basso	-1,20%	0,70%		
Profilo conservativo	2251 mln	medio/basso	-1,30%	0,60%	0,80%	1,40%
rendimento assoluto 3 anni	1006 mln	medio	-2,70%	0,20%	0,30%	1,20%
Eurizon Obiettivo Rendimento	53 mln	medio	-3%	0,70%	1,30%	1,20%
profilo moderato	1034 mln	medio/alto	-3,60%	2%	4,30%	0,90%
TEAM 3 classe A	108 mln	medio/alto	-3,70%	1,70%	3,70%	1,10%
profilo dinamico	175 mln	alto	-7%	3,70%	9,30%	1%
TEAM 5 classe A	31 mln	alto	-10%	4,90%	9,40%	-0,20%

Fonte: Eurizon Capital

Tabella 11: performance 2008/2009 fondi flessibili Eurizon Capital

Fondo	Perf. 2008	Perf.2009
TEAM 1 classe A	0,3%	3,2%
Rendimento assoluto 2 anni		2,6%
Profilo prudente	-1,0%	3,9%
rendimento assoluto 3 anni	-1,4%	4,1%
Eurizon Obiettivo Rendimento	1,3%	1,6%
profilo moderato	-10,2%	6,9%
TEAM 3 classe A	-12,6%	8,4%
profilo dinamico	-19,2%	11,4%
TEAM 5 classe A	-28,8%	13,3%
MEDIA	-9,0%	6,2%

Fonte: Eurizon Capital

Passiamo ora all'analisi dei fondi gestiti a benchmark. In questo caso è opportuno distinguere tra i tre comparti: azionario, obbligazionario e bilanciato.

I fondi azionari sono stati sicuramente quelli maggiormente colpiti nel corso della crisi finanziaria del 2008. Le performance riferite a quell'anno mostrano, infatti, una situazione critica: tutti i fondi presi come campione hanno ottenuto performance gravemente negative, con una media di -40,6%. I due anni seguenti, invece, sono stati contraddistinti da un ritorno in positivo dei listini azionari (il 2009 è stato, in particolare, un anno eccezionale con molti fondi che sono riusciti a battere i rispettivi benchmark; nel nostro campione ben quattro fondi su sei hanno battuto il proprio indice di riferimento e la media delle performance dei fondi ha battuto la media delle performance dei benchmark); le perdite sono state, comunque, solo in parte recuperate tant'è che, ad oggi, la performance media annua degli ultimi tre anni è ancora in negativo per quattro fondi su sei del nostro campione. La situazione sembra, però, essere in progressivo miglioramento: se si considerano, difatti, le performance del 2010, ancora tre fondi su sei avevano ottenuto delle perdite; se ci si sposta di poco e si considerano dunque le performance degli ultimi 12 mesi (giugno 2010 - giugno 2011), si noterà che sono spariti tutti i segni "meno" e che le performance sono passate tutte in attivo (nonostante siano ancora inferiori ai rispettivi benchmark).

Un giudizio univoco su questo comparto risulta, dunque, di difficile delineazione; la volatilità cui sono soggetti gli investimenti azionari è scontato che li rendesse i più vulnerabili nel corso della crisi a cui, tra l'altro, si è reagito in maniera ottimale nei due anni seguenti fin'anche a questo inizio di 2011. D'altro canto, le performance a tre anni ancora negative e gli sporadici superamenti dei benchmark (con l'eccezione del miracoloso 2009) non permettono di darne una valutazione completamente positiva. Per questa sarà probabilmente opportuno aspettare un altro anno, per vedere eventualmente confermato il nuovo trend positivo di questo inizio 2011.

Tabella 12: rischio e performance fondi azionari Eurizon Capital

Fondo	Patrimonio investito	Rischio	Perf. ultimi 12 mesi	Perf. 2010	Perf. media annua ultimi 3 anni
Eurizzon Azioni Italia	318 mln	alto	F=1,9% B=2%	F=-3,4% B=-3,6%	F=-5,3% B=-4,3%
Azioni Area Euro	410 mln	alto	F=1,5% B=2,2%	F=-2,4% B=-0,9%	F=-3,6% B=-3,2%
Azioni America	342 mln	alto	F=7,4% B=9%	F=18% B=20,3%	F=4,9% B=5,6%
Focus Azioni Paesi Emergenti	807 mln	alto	F=9% B=11%	F=21,2% B=23%	F=6,2% B=8,6%
Azioni PMI Italia	55 mln	alto	F=0,5% B=0,5%	F=-0,1% B=-0,1%	F=-5,7% B=-4,1%
Focus Azioni Euro	277 mln	alto	F=3% B=4,5%	F=1,3% B=2,5%	F=-5,1% B=-2,3%

Fonte: Eurizon Capital

Tabella 13: performance e benchmark 2008/2009 fondi azionari Eurizon Capital

Fondo	Perf. 2008	Benchmark 2008	Perf. 2009	Benchmark 2009
Eurizzon Azioni Italia	-41,4%	-39,0%	21,3%	20,3%
Azioni Area Euro	-40,0%	-33,5%	25,1%	25,7%
Azioni America	-31,0%	-29,2%	22,5%	20,4%
Focus Azioni Paesi Emergenti	-46,7%	-42,5%	62,4%	60,1%
Azioni PMI Italia	-43,1%	-39,4%	26,4%	23,1%
Focus Azioni Euro	-41,4%	-37,6%	21,3%	22,8%
MEDIA	-40,6%	-36,9%	29,8%	28,7%

Fonte: Eurizon Capital

Andamento in generale simile alle azioni ha avuto il comparto obbligazionario. In questo studio è stato preso come riferimento un campione di cinque fondi assolutamente non esaustivo di una categoria

enorme e con differenze marcate qual è quella delle obbligazioni; si è cercato, comunque, di scegliere fondi dalle peculiarità molto diverse in modo da avere una visione quanto più vasta possibile dei diversi mercati. I cinque fondi in questione sono, dunque, un obbligazionario “Euro”, un obbligazionario “Internazionale”, un “Paese Emergenti”, un comparto di obbligazioni societarie europee ed un fondo alto rendimento.

Il trend delle obbligazioni, abbiamo detto, ha seguito negli ultimi tre anni quello delle azioni; si è avuto dunque un anno negativo nel 2008, seguito da due anni di ripresa. In realtà, se si analizzano meglio i dati si scopre che, nonostante un anno complessivamente etichettabile come negativo, il 2008 delle obbligazioni non è neanche lontanamente paragonabile alla crisi avuto dall’azionario. Ad un “bear market” da cui non si è salvato nessuno (quello azionario) si contrappone un mercato che ha visto sicuramente la maggior parte dei titoli andare giù, ma in cui si sono verificati anche casi di performance modestamente positive. È il caso dei fondi “Focus Obbligazioni Euro” e “Obbligazioni Internazionali”: quest’ultimo è stato in grado, infatti, di ottenere risultati costantemente positivi nel corso degli ultimi tre anni, riuscendo a raggiungere una performance media annua del 4,4% (pur sempre minore rispetto al benchmark che ha fatto segnare un +5,8% medio annuale). Quanto al fondo obbligazionario in Euro, se è vero che ciò che realmente conta non è la performance in valore assoluto ma il confronto con il benchmark, la valutazione di questa gestione deve essere ancora migliore: ad una performance inferiore rispetto a quella raggiunta dal fondo obbligazionario internazionale fa fronte, infatti, un risultato medio annuo degli ultimi tre anni superiore anche al suo parametro di riferimento (composto per l’80% dal JP Morgan Emu Government Bond Index e per il restante 20% da MTS “ex Banca d’Italia” BOT lordo).

La minore volatilità degli investimenti obbligazionari rispetto a quelli in azioni ha reso inoltre più agevole il recupero delle perdite subite nel 2008; abbiamo così una situazione in cui, a differenza dei fondi azionari, a tre anni dalla crisi finanziaria i risultati positivi ottenuti sono riusciti a far tornare le quotazioni dei titoli ai livelli pre-crisi (se non oltre). Nonostante le perdite del

2008, le performance medie annue da allora a oggi mostrano, infatti, tutti risultati in attivo (segno che quanto perso è stato pienamente recuperato).

Tabella 14: rischio e performance fondi obbligazionari Eurizon Capital

Fondo	Patrimonio investito	Rischio	Perf. ultimi 12 mesi	Perf. 2010	Perf. media annua ultimi 3 anni
Focus obbl. Euro	1342 mln	medio	F=-0,9% B=-1,4%	F=-0,6% B=1%	F=3,4% B=3,6%
Focus Obbl. Euro Corporate	224 mln	medio	F=0,4% B=1,2%	F=2,1% B=3,4%	F=1,3% B=4,3%
Obbl. Internazionali	217 mln	medio/alto	F=0,3% B=2,5%	F=7,7% B=9,9%	F=4,4% B=5,8%
Focus Obbl. Emergenti	325 mln	medio/alto	F=4,8% B=5,8%	F=7,4% B=8,2%	F=5,4% B=6%
Focus Obbl. Euro High Yield	340 mln	medio/alto	F=6% B=6,4%	F=9% B=9,3%	F=10,5% B=9,8%

Fonte: Eurizon Capital

Tabella 15: performance e benchmark 2008/2009 fondi obbligazionari Eurizon Capital

Fondo	Perf. 2008	Benchmark 2008	Perf. 2009	Benchmark 2009
Focus obbl. Euro	4,9%	7,4%	6,9%	3,3%
Focus Obbl. Euro Corporate	-7,1%	-1,7%	8,6%	11,3%
Obbl. Internazionali	7,6%	13,9%	1,1%	-0,6%
Focus Obbl. Emergenti	-14,9%	-8,5%	26,2%	20,4%
Focus Obbl. Euro High Yield	-20,0%	-21,5%	41,2%	44,2%
MEDIA	-5,9%	-2,1%	16,8%	15,7%

Fonte: Eurizon Capital

Arriviamo ora a trattare della terza categoria di fondi gestita a benchmark, quella dei bilanciati. Anche qui valgono le stesse considerazioni fatte su azioni e obbligazioni riguardanti gli andamenti negli ultimi tre anni. Subite ingenti perdite nel corso del 2008, anche i bilanciati si sono ripresi nel biennio 2009-2010, facendo registrare performance positive che li hanno riportati appena sopra ai livelli del 2007, prima cioè che si scatenasse la crisi. Le performance medie annuali degli ultimi tre anni sono, infatti, risultate appena positive e pari a: 0,4% per il fondo “Bilanciato Euro Multimanager”, 1,4% per “Eurizon Soluzione 40” e 0,2% per “Eurizon Soluzione 60”.

La valutazione complessiva per questi investimenti non, dunque, che risultare negativa. Dimostratisi strumenti piuttosto volatili (a performance molto negative nel 2008 ne sono immediatamente succedute altre ampiamente positive nel 2009) non si sono mai dimostrati in grado di superare i propri parametri di riferimento. Così come non si è riusciti a limitare i danni della crisi del 2008, allo stesso modo non si sono sfruttati appieno i “bull market” degli ultimi due anni. I risultati riportati nella tabella n. 17 mostrano, difatti, un 2008 con perdite dei fondi maggiori rispetto a quanto fatto registrare dai parametri di riferimento; specularmente si rileva un 2009 con performance positive ma comunque sempre più contenute (spesso addirittura la metà) dei rispettivi benchmark. Come se non bastasse, le indicazioni che arrivano finora dal 2011 (performance negative e già lontane dai benchmark) sono tutt’altro che incoraggianti. Ne viene fuori una situazione di performance medie annuali molto modeste e, anzi, quasi nulle che di certo renderà difficile una scelta futura d’investimento in questo comparto.

Tabella 16: rischio e performance dei fondi bilanciati Eurizon Capital

Fondo	Patrimonio investito	Rischio	Perf. ultimi 12 mesi	Perf. 2010	Perf. media annua ultimi 3 anni
Bilanciato Euro Multimanager	927 mln	medio/alto	F=1,9% B=2,3%	F=5,7% B=5,7%	F=0,4% B=2%
Eurizon Soluzione 40	690 mln	medio/alto	F=-0,3% B=2,5%	F=4,5% B=8,2%	F=1,4% B=3,8%
Eurizon Soluzione 60	790 mln	alto	F=0,1% B=4,3%	F=6,4% B=11,4%	F=0,2% B=3,8%

Fonte: Eurizon Capital

Tabella 17: performance e benchmark 2008/2009 fondi bilanciati Eurizon Capital

Fondo	Perf. 2008	Benchmark 2008	Perf.2009	Benchmark 2009
Bilanciato Euro Multimanager	-20,5%	-18,0%	12,7%	15,6%
Eurizon Soluzione 40	-14,0%	-12,5%	11,1%	13,5%
Eurizon Soluzione 60	-22,3%	-20,1%	14,9%	16,9%
MEDIA	-18,9%	-16,9%	12,9%	15,3%

Fonte: Eurizon Capital

Un altro settore di particolare interesse, racchiuso all'interno della macro-classe dei fondi azionari, è quello degli investimenti nelle piccole-medie imprese. Questi sono fondi contraddistinti da "beta" elevati, sono ciclici e piuttosto decorrelati rispetto al mercato. Per queste ragioni le performance delle PMI si sono dimostrate, nel corso degli, anticipatrici dei cicli economici che stavano arrivando. In particolar modo, le PMI sono state costantemente rivelatrici sulle uscite dalle crisi finanziarie dell'inizio anni '90, del 2001/2003 e allo stesso modo dell'ultima crisi del 2008; già ad inizio 2009 le

performance di questa categoria di fondi mostravano segni di ripresa che si sarebbero poi confermati più avanti nel corso dell'anno. Le azioni delle PMI hanno, infatti, la capacità di sovra-performare gli indici di riferimento durante i periodi di espansione economica, anticipando così il trend positivo imminente del resto dei mercati.

Assume allora importanza lo studio dell'andamento di questa categoria d'investimenti. I dati derivanti dai fondi Eurizon Capital su questa categoria sono, a tal proposito, incoraggianti. Negli ultimi due anni i tre comparti azionari PMI Italia, Europa e America hanno regolarmente ottenuto performance positive e, in alcuni casi, hanno anche superato il rispettivo benchmark. Per di più il trend sembra continuare anche nel 2011 producendo così buone aspettative sull'evoluzione dei mercati azionari nel corso dell'anno ed anche per il 2012.

Tabella 18: Fondo Eurizon Azioni PMI Italia

Andamento del Fondo e del Benchmark

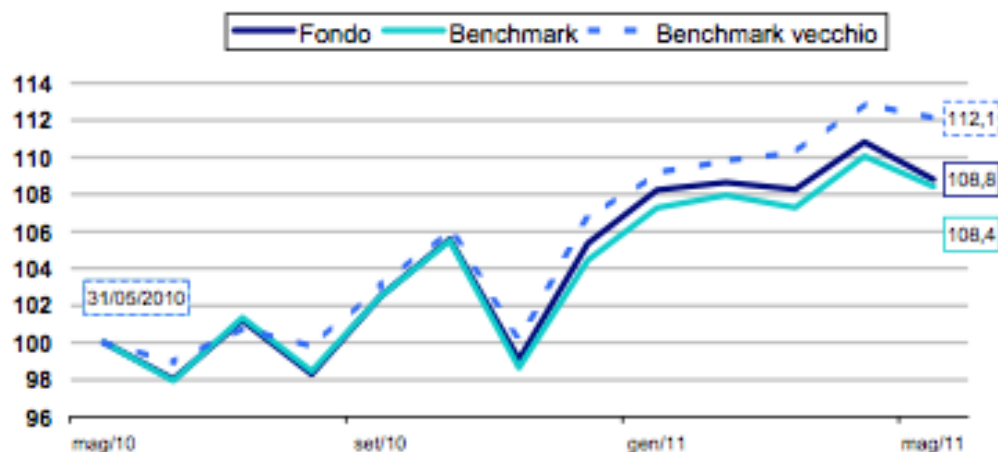


Tabella 19: fondo Eurizon Azioni Europa

Andamento del Fondo e del Benchmark

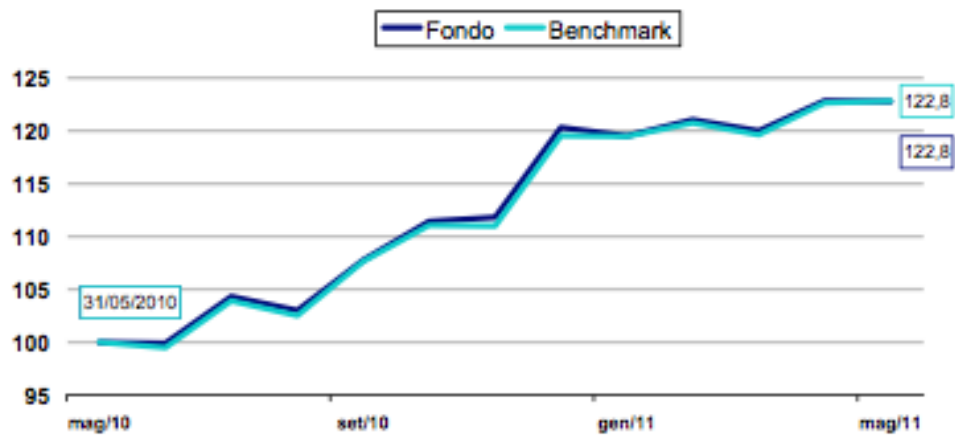
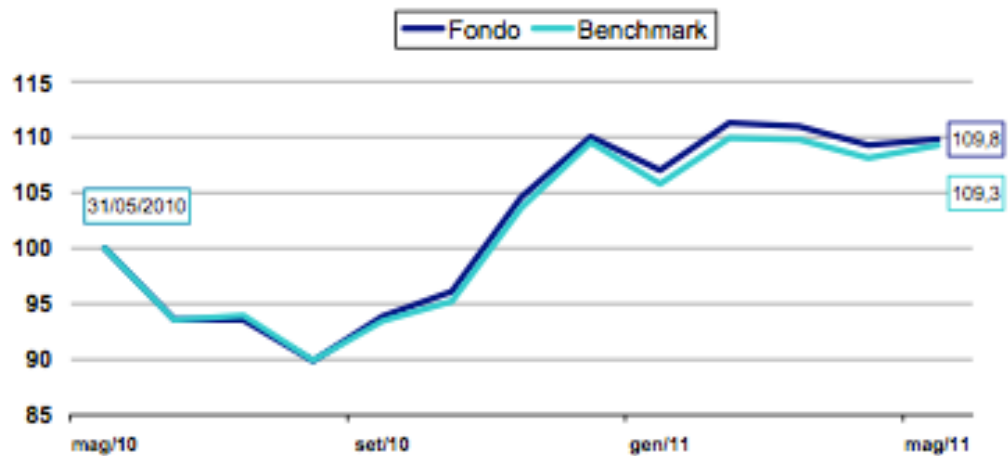


Tabella 20: fondo Eurizon Azioni America

Andamento del Fondo e del Benchmark



Fonte: Eurizon Capital

Dall'analisi appena condotta sulle maggiori categorie di indici si possono trarre alcune conclusioni sulle gestioni degli ultimi anni e sulla veridicità degli assunti teorici esaminati nel corso di questo lavoro. La prima

considerazione che viene subito all'occhio è la modestia dei risultati raggiunti dai fondi flessibili. Eppure non erano forse destinati alla ricerca degli "alfa"? Non dovevano esaltare le capacità di ottenere extra-rendimenti dei portfolio manager svincolati dalle costrizioni del benchmark?

I risultati hanno evidenziato alcune buone performance ma sicuramente niente di eccezionale se raffrontate a quelle raggiunte dai comparti azionari. La verità è un'altra. Nate per completare il portafoglio investito tramite uno strumento che consentisse di avvantaggiarsi dei periodi di "bull market" senza subire in maniera eccessiva i "bear market" (cosa cui sono invece soggette le azioni), i fondi flessibili hanno finito per essere più efficienti nel secondo di questi compiti dimenticandosi un po' del loro potenziale nel primo. Sono stati, allora, principalmente utilizzati come mezzi in grado di far ottenere buoni risultati (ma non eccezionali) senza incorrere nel rischio di subire ingenti perdite sui mercati azionari. Quello che era inizialmente l'obiettivo dei fondi bilanciati (tra l'altro non raggiunto da questi) è stato fatto proprio da quelli flessibili con molta maggiore efficacia dei primi. Il contenimento delle perdite nel corso della crisi dei mercati del 2008, e il loro pieno recupero nei soli due anni seguenti, ha mostrato la grande potenzialità di questo strumento nell'interpretazione dei mercati finanziari. Questo non vuol dire che bisogna accontentarsi. Il recupero delle suddette perdite è stato, infatti, possibile non tanto per le performance del biennio 2009-2010 (per la verità piuttosto modeste) ma per la capacità, come si è detto, di contenere i danni. Se si vuole muovere una critica a questa categoria, si può allora dire che non sia stata ancora sfruttata a dovere. Gli stili di gestione adottati negli ultimi anni sono stati volti alla prudenza (complice sicuramente il crollo del 2008 e la paura di subire nuove perdite che, come si sa, è più forte della gioia di ottenere guadagni). Se si guardano, però, le performance raggiunte negli ultimi due anni dai fondi azionari non si può che constatare la perdita di qualche buona opportunità di profitto da parte degli investimenti flessibili. Si è detto che questi fondi sono nati con l'intento di dare libertà alle abilità dei gestori; sono, inoltre, strumenti che danno la possibilità di modificare la loro composizione in qualsiasi modo, senza vincoli e in qualsiasi momento. Se è

stato giusti elogiare la riduzione della volatilità dell'investimento e la minimizzazione delle perdite, è allora altrettanto corretto mettere in risalto una tendenza a degli stili di gestione probabilmente troppo conservativi nei momenti in cui era invece necessario prendersi qualche rischio in più. Lo sfruttamento dei trend rialzisti dei mercati azionari è uno dei motivi per cui sono stati ideati questi fondi flessibili; sarebbe quantomeno un peccato sfruttare soltanto a metà uno strumento che invece offre enormi possibilità di crescita.

CONCLUSIONI

Con il presente lavoro è stato esplorato in maniera abbastanza ampia il mondo del risparmio gestito, centrando in particolar modo l'attenzione sulla valutazione del portafoglio finanziario per mezzo del parametro di riferimento, o anche detto "benchmark". Gli argomenti trattati si sono poi estesi alle tecniche di misurazione di rischio e performance, alle strategie di gestione del portafoglio, ai recenti studi provenienti dal mondo accademico e volti al miglioramento di una disciplina che già vantava alle proprie spalle una grande tradizione.

Ai suoi albori, il benchmark era stato creato con la funzione di fornire una base per la costruzione del portafoglio finanziario, un indice pronto e già diversificato che il gestore potesse usare per orientarsi; aveva, inoltre, una seconda utilità, che era quella di evitare valutazioni degli investimenti sulla base di performance assolute, senza cioè che vi fosse alcun parametro con cui confrontarle. Anche in questo secondo caso era, però, sempre indirizzato ai portfolio manager e non certo alla massa d'investitori che poco sapevano di mercati finanziari (e che non si aveva alcun interesse a rendere un po' più istruiti). D'altronde è molto più semplice maneggiare a proprio piacimento un portafoglio quando dall'altra parte (i risparmiatori) non c'è chi sia in grado di giudicarti. Il benchmark era nato, dunque, come strumento totalmente in mano ai gestori. Ci si rese presto conto, comunque, che un mezzo di questo tipo poteva diventare addirittura potenzialmente nocivo se non disciplinato e che comportamenti opportunistici e distorsioni dei risultati raggiunti non erano soltanto un rischio da evitare, bensì una realtà già fin troppo concreta. Si arriva così al biennio 1998-1999, anni cruciali nel risparmio gestito in cui si susseguono uno dopo l'altro due fondamentali eventi: l'indicazione del benchmark nei contratti di gestione verso la clientela viene resa obbligatoria nel 1998; nel 1999 viene creata la nuova categoria di fondi flessibili.

Che cosa voleva dire, allora, rendere obbligatoria l'indicazione del parametro di riferimento nei contratti con la clientela? La risposta è semplice: si cercava di rendere consapevole il cliente di quale livello di rischio avesse assunto il gestore nell'amministrare il suo portafoglio (e i suoi soldi) e, allo stesso tempo, renderlo in grado di formulare un giudizio, seppur molto semplicistico, sui risultati raggiunti dal suo investimento e sulle capacità di gestione del portfolio manager.

Nonostante gli sforzi per rendere informato il risparmiatore sulla situazione dei suoi investimenti, il benchmark non è mai stato capito fino in fondo né le sue funzionalità sono state comprese a dovere da chi non è del settore. Tutt'oggi solo una piccola fetta di risparmiatori è a conoscenza dell'esistenza di questo parametro e una parte ancora più piccola sa quale sia il suo ruolo. Un'altra causa di inefficacia del benchmark deriva poi dalla facilità con cui viene mal interpretato (dai pochi risparmiatori che lo conoscono); una caratteristica del benchmark, che troppe volte viene dimenticata, è che esso rappresenta un portafoglio fittizio, praticamente impossibile da replicare perfettamente ed esente da qualsiasi costo (di sottoscrizione, amministrazione, acquisto di titoli ecc.). Queste differenze dal portafoglio investito "realmente", se dimenticate o conosciute affatto, rendono molto più facile la formulazione di giudizi negativi da parte dei risparmiatori.

La funzionalità principale è rimasta, dunque, quella di fornire assistenza al gestore e rappresentare una guida per la costituzione del portafoglio finanziario. Da questo punto di vista il benchmark non ha sicuramente deluso le attese, facilitando enormemente il lavoro di asset allocation e definizione del livello di rischio assunto.

La relazione tra benchmark e gestione del portafoglio è, invece, rimasta piuttosto immutata negli anni, permanendo la classica distinzione tra gestione passiva e attiva. I gestori si sono posti, da sempre, in un modo o nell'altro rispetto al parametro di riferimento, cercando di copiarlo o di batterlo in funzione della contingenza di mercato in cui ci si trovasse, in base alle proprie aspettative sul futuro, in relazione alla confidenza (e purtroppo talvolta "overconfidence") nelle proprie abilità di gestione. Se si dovesse

individuare un trend delle gestioni a benchmark, si potrebbe dire che questo parametro abbia avvantaggiato le gestioni di tipo passivo rispetto a quelle attive. Le prime, infatti, sono state spesso caratterizzate da performance poco entusiasmanti ma comunque raramente di molto negative; valutazioni non positive potrebbero, inoltre, essere imputate tante volte alle differenze tra rendimenti del portafoglio *reale* (che tengono conto dei costi di gestione) e performance del portafoglio *fittizio* (estranee a tali oneri). Le gestioni attive del portafoglio, se hanno prodotto sporadicamente extra-rendimenti rispetto al benchmark, hanno troppo di frequente portato a performance negative e lontane da quanto fatto dall'indice di riferimento. I dati provenienti dalle performance dei portafogli gestiti attivamente hanno, difatti, messo in evidenza l'incapacità di generare risultati costantemente migliori del benchmark con la conseguenza che, anche nei pochi casi di superamento del parametro, spesse volte la sovra-performance sia attribuibile a contingenze di mercato favorevoli o addirittura al fattore fortuna piuttosto che all'effettiva bravura del gestore.

Le gestioni patrimoniali a benchmark sono state contraddistinte, in definitiva, da un'elevata limitatezza di azione dei gestori, i quali hanno visto la propria autonomia decisionale costretta entro dei confini demarcati dal parametro di riferimento stesso. Questo ha condotto a risultati tutt'altro che esaltanti e, di conseguenza, ad una mancanza di impegno nell'amministrazione del portafoglio, alla demoralizzazione dei portfolio manager e alla sfiducia da parte degli investitori. Tutto ciò ha fatto sì che, parallelamente all'obbligatorietà del benchmark nel prospetto informativo, venisse istituita l'innovativa categoria dei fondi flessibili; questa doveva essere in grado di dare un'alternativa valida alla gestione del portafoglio fondata sul benchmark, senza per questo tralasciare il controllo sulle decisioni dei gestori e la sicurezza dei risparmi degli investitori. La libertà concessa ai portfolio manager nella gestione permette loro di variare la composizione del portafoglio tra azioni, obbligazioni e liquidità a proprio piacimento, nell'unico limite del budget di rischio disponibile da ripartire tra le asset class. Si tratta, dunque, di una categoria per molti versi simile a quella

dei fondi bilanciati, i quali permettono a loro volta una ripartizione tra azioni e obbligazioni con lo scopo di trarre vantaggio dai momenti positivi del mercato azionario e, allo stesso tempo, proteggersi da quelli negativi. I dati derivanti dai fondi Eurizon Capital, esaminati nel caso di studio finale, mostrano invece un grande divario tra queste due classi di fondi: le performance dei bilanciati sono state nettamente deludenti nel corso degli anni, rivelando un'incapacità dello strumento a cogliere i momenti positivi così come ad evitare quelli negativi; si potrebbe dare, a questo punto, un giudizio di mediocrit  per questa categoria le cui performance molto livellate l'hanno messa un gradino sotto rispetto a fondi azionari e obbligazionari (che quantomeno operano delle scelte precise e hanno portato a dei risultati coerenti con quanto ci si potesse attendere). La categoria dei fondi flessibili, proprio come i bilanciati,   stata definita dalla possibilit  di "pesare" il patrimonio investito tra asset class di natura diversa, azionarie e obbligazionarie. Nonostante questa similarit , le performance si sono dimostrate regolarmente migliori di quelle ottenute dai fondi bilanciati. Una spiegazione   sicuramente rinvenibile nella totale libert  di allocazione del capitale, potenzialmente composto da una percentuale di azioni del 100% cos  come da una loro completa esclusione dal portafoglio. I bilanciati, legati ancora al benchmark, sono rimasti costretti entro dei limiti di asset allocation che permettono di detenere azioni solo in una determinata fascia percentuale; questo ha fatto s  che i fondi bilanciati si dimostrassero strumenti dotati, in realt , di poca flessibilit .

I fondi flessibili hanno avuto, dunque, un impatto positivo sul settore del risparmio gestito, aumentando di anno in anno la quota di sottoscrizioni raccolta e conseguendo risultati piuttosto convincenti. La loro maggiore potenzialit  si   vista, sicuramente, nel corso della crisi del 2008 quando le gestioni di questi fondi sono riuscite a limitare i danni di un periodo tanto negativo. Dall'altro lato, un difetto nelle loro gestioni   possibile identificarlo nella mancanza d'intraprendenza e di coraggio. Se i risultati raggiunti non possono essere giudicati negativamente, allo stesso tempo, ci sono stati dei momenti in cui era lecito aspettarsi qualcosa in pi  da tali strumenti; ci si

riferisce, in particolar modo, agli ultimi due anni in cui, complici i mercati azionari in ripresa, il capitale degli investimenti azionari è cresciuto mediamente tra il 20% e il 30% ed anche quello degli obbligazionari, pur con molte differenze tra i fondi, è aumentato in media del 16%. È evidente, a questo punto, che un guadagno di solo il 6,9% nel 2009 e ancora più contenuto nel 2010 non possano rendere completamente soddisfatti. Le ragioni di questa parziale delusione nei risultati dei fondi flessibili possono essere ricercati in diversi fattori tra cui è da includere sicuramente la mancanza di coraggio nella gestione e nel prendere decisioni un po' più rischiose, ma non solo; altri motivi possono essere, infatti, la paura (comprensibile) di subire ulteriori perdite dopo quanto successo nel 2008 o anche solo errate decisioni in termini di market timing e stock picking.

Per finire si può dire che la valutazione su questa nuova categoria dei fondi flessibili deve essere nel complesso certamente positiva; uno strumento relativamente nuovo come questo ha bisogno di tempo per essere capito dagli stessi gestori; si parla, infatti, spesso di professionalità nella gestione e questa non è nient'altro che la risultante dell'esperienza sul campo. Questo è ciò che bisogna attenderci, dunque, nei prossimi anni: l'acquisizione di una sempre maggiore esperienza anche su questa categoria di fondo che ne faccia sfruttare finalmente appieno le potenzialità.

BIBLIOGRAFIA

Adamo Rosa, "Il rendimento nelle scelte di investimento azionario di lungo periodo: PIC e PAC a confronto", In *Saggi in onore di Tancredi Bianchi*, Roma: Bancaria Editrice, 2008

Amenc, Malaise, Martellini, "Revisiting core-satellite investing – A dynamic model of relative risk management", *Journal of Portfolio Management*, vol. 31, n.1., 2004

Basile Ignazio, "Efficienza dei benchmark obbligazionari e politiche di gestione e misurazione delle performance degli investitori istituzionali", 2001

Basile Ignazio, "Benchmark e performance dei portafogli azionari e obbligazionari: scelte di gestione e valutazione del rendimento e del rischio degli investimenti"; Bancaria Editrice, 2002

Barbati Cinzia, "Benchmark e fondi comuni", Assogestioni

Bocchialini Elisa, Capizzi Vincenzo, Chiesi Gianmarco, "I principali lineamenti della teoria del mercato dei capitali", 2009, Bancaria Editrice, Roma

Bodson L., Hübner G., "Effect of benchmark misspecification on risk-adjusted measures", Mc-Graw Hill, 2010

Boido Claudi, Fulci Giovanni, "A risk contribution approach to asset allocation", 2008, "F. Goodwin" Faculty of economics, University of Siena

Bolognesi Enrica, Tasca Roberto, "Il ruolo del benchmark tra passato e futuro", 2009

Chen, Roll, Ross, "Economic forces and the stock market", 1986

Clarke R.G., "Risk allocation and portfolio constraints", CFA Institute Publications, 2006

Cucurachi Paolo Antonio, "Le commissioni di incentivo e la performance dei fondi comuni: il caso dei fondi flessibili", *Bancaria*, n.5, 2009

De Marchi Gianluigi, "Scegliere il fondo giusto: come utilizzare il benchmark per valutare i prodotti del risparmio gestito", 2001

Fuller, Farrel, "Analisi degli investimenti finanziari", 1993, Mc-Graw Hill, Milano

Jackson C., "Active investment management: finding and harnessing investment skill", 2003, Wiley, Chichester

Jensen, "The Performance of mutual funds in the period 1945-1964", in Journal of Finance, 1968

Moisson Jean-Christophe, "Msc risk and asset management", Master Thesis

Poletti Lucia, Monica Rossolini, "La valutazione della performance", Bancaria Editrice, Roma, 2009

Ronchini Beatrice, Tagliavini Giulio, "La dinamica dei prezzi di borsa", 2009, Bancaria Editrice, Roma

Sampagnaro Gabriele, "Lo stile e le tecniche di gestione di un portafoglio finanziario", 2009, Bancaria Editrice, Roma

Sasseti Paolo, "La misteriosa e controversa asset allocation dei fondi flessibili", 2006

Treynor, Mazuy, "Can mutual funds outguess the market", 1966

Ursino Gianfranco, "Le volatilità dei fondi flessibili", articolo del "Sole 24 Ore", 2006

Vannucci Claudia, "Gestione attiva e passiva nei fondi mobiliari italiani. Un indagine empirica"

Wai Lee, "Risk-based asset allocation: a new answer to an old question?", 2010