

Identificativo: SS941113016BAA
Data: 13-11-1994
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE - La bravura del money manager si giudica dagli extra - rendimenti dei suoi fondi
Alla ricerca del gestore che batte il mercato

SILVIO BENCINI e MAURIZIO MURGIA

Sul Sole-24 Ore dello scorso 9 ottobre 1994 e' stata brevemente illustrata la metodologia di base delle nostre analisi di performance. Per descrivere meglio il contenuto e il significato delle statistiche presenti nelle tabelle mensili ci serviremo di un esempio reale, e cioe' dei risultati oggi pubblicati per il fondo azionario globale Fondicri Selezione Italia, che si riferiscono alle analisi effettuate sino alla fine del mese di ottobre. I numeri rilevanti della tabella sono: mesi di analisi 37, indice di valutazione globale 0,540, selezione titoli 1,05%, timing 0 e grado di diversificazione 80,35%. Il primo commento che si puo' fare e' che questo fondo sta realizzando delle significative extra-performance una volta che teniamo conto dei rischi assunti. In particolare, la superiorita' gestionale deriva da una corretta selezione dei singoli titoli immessi nel portafoglio, mentre al contrario la previsione di quale mercato (timing) dara' rendimenti superiori (cioe' se le azioni saliranno piu' del mercato monetario) non ha evidenziato alcuna superiorita'. L'extra-performance totale e' quindi rappresentata dall'1,05% mensile (selezione titoli + timing) che, volendo dare una dimensione piu' intuitiva, corrisponde a un 47,18% per il periodo di analisi di 37 mesi. Una seconda osservazione sulla performance (piu' tecnica), ha riguardo al fatto che il fondo e' riuscito ad ottenere (in media) delle extra-performance positive in tutti i mesi in cui il suo benchmark ha avuto un andamento neutro (cioe' pari a zero). Il nostro lettore si chiedera', a questo punto, come riconciliare questo 47,18% con i rendimenti effettivi che il fondo ha realizzato nel periodo, cioe' con le variazioni percentuali delle quote che ha potuto osservare negli ultimi 37 mesi. Questa misura e' stata del 64,36%; tuttavia, come e' d'uso nella valutazione degli investimenti finanziari, occorre depurare il rendimento di un investimento rischioso del rendimento base osservato sui mercati monetari. Così facendo otteniamo un 28,2 per cento. Se il fondo ha realizzato un rendimento netto del 28,2%, come ha fatto a realizzare una extra-performance del 47,18 per cento? La ragione e' abbastanza semplice: il rendimento analogo del suo benchmark nel periodo esaminato e' stato negativo. Di conseguenza il fondo avrebbe dovuto ottenere un rendimento negativo pari alla misura del rischio misurato nei confronti del rendimento netto del benchmark. Tutto cio' non solo non e' accaduto, ma il fondo ha addirittura battuto il suo mercato di

riferimento. La differenza tra i due rendimenti puo' essere quindi interpretata come un giusto riconoscimento a un gestore che aumenta il valore del patrimonio del fondo durante un periodo in cui, mediamente, il suo mercato di riferimento e' stato al ribasso. Occorre ora utilizzare un altro dato pubblicato nella tabella e cioe' di diversificazione del fondo (80,35%). Nel nostro articolo del 9 ottobre scorso avevamo spiegato che se il fondo si impegna in una selezione dei titoli per realizzare delle extra-performance dovra' sacrificare parte del suo grado di diversificazione, esponendosi ad altri tipi di rischi. Stiamo cioe' affermando che sebbene il benchmark prescelto per ogni categoria di fondi rappresenti una buona approssimazione del proprio mercato di riferimento, in realta' la stima dei rischi di gestione non e' correttamente compiuta con un unico indice (o fattore). Per valutare l'extra-performance del fondo tenendo conto di tutti i rischi assunti dal gestore, in pratica correggiamo la misura dell'1,05% con una misura dei rischi diversi da quelli quantificati nei confronti del benchmark. Da questa correzione otteniamo l'indice di valutazione globale che ha l'obiettivo di rispondere al seguente quesito: se il fondo produce extra-rendimenti, sono questi extra-rendimenti sufficienti a compensarlo dai probabili maggiori rischi che si sta assumendo? E' quindi un indice che analizza la relazione benefici-costi dell'attivita' di gestione. Il caso che stiamo esaminando ci consente di essere ancora piu' chiari. Si puo' osservare che il fondo Fondicri Selezione Italia sebbene sia il primo nella classifica generale di categoria risulta come quarto fondo nella classifica sulla selezione titoli: l'attivita' da cui il fondo ricava la sua extra-performance totale. Gli altri tre fondi che sono superiori al nostro per la selezione titoli risultano poi inferiori a livello generale per due ragioni: 1) stanno realizzando una non corretta attivita' di previsione (timing) del loro mercato, e/o 2) le loro extra-performance sono realizzate a costo di rischi molto piu' elevati di quelli che si sta accollando Fondicri Selezione Italia. Il nostro fondo infatti risulta solo ottavo nel livello dei rischi globali di gestione (che qui non pubblichiamo), realizzando quindi un rapporto benefici-costi di tutto interesse.

TABELLA-01

GUIDA AI FONDI PIU' REDDITIZI E MENO RISCHIOSI

```

=====
INDICI
-----
Mesi di Valutaz. Selez.
Class. Nome fondo analisi globale titoli %
=====
AZIONARI ITALIA
-----
1 Arca azioni Italia 31 0,75688 1,32
2 Profess. gest. Italia 29 0,61012 0,93
3 Lagest az. Italia 60 0,52699 0,87

```

4 Imi Italy 40 0,51977 1,16
5 Ing. sviluppo Asia 60 0,13163 0,00

Fondi analizzati: 9; Fondi con indice di valutazione globale
maggiore di 0: 6; Fondi con indice di valutazione globale pari
a 0: 3; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 0.

AZIONARI GLOBALI NAZIONALI

1 Fondicri Selez. Italia 37 0,54014 1,05
2 Eurojunior 44 0,43018 1,38
3 Euromobiliare Risk 60 0,37212 0,65
4 Fondo Lombardo 60 0,36519 1,10
5 Quadrifoglio az. 46 0,35720 0,57

Fondi analizzati: 33; Fondi con indice di valutazione globale
maggiore di 0: 17; Fondi con indice di valutazione globale pari
a 0: 11; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 5.

AZIONARI GLOBALI INTERNAZIONALI

1 Prime Global 37 0,23932 0,78
2 Profess. Internaz. 60 0,04276 0,36
3 Lagest az. Internaz. 43 0,00000 0,00
4 Genercomit Intern. 47 0,00000 0,00
5 Fideuram Azione 60 0,00000 0,00

Fondi analizzati: 32; Fondi con indice di valutazione globale
maggiore di 0: 2; Fondi con indice di valutazione globale pari
a 0: 24; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 6.

AZIONARI INTERNAZIONALI EUROPA

1 Investimese 42 0,42114 0,00
2 Zetaswiss 40 0,34701 0,00
3 Prime Merrill Europe 60 0,27993 0,33
4 Imi Europe 40 0,00000 0,00
5 Investire Europa 35 0,00000 0,00

Fondi analizzati: 12; Fondi con indice di valutazione globale
maggiore di 0: 3; Fondi con indice di valutazione globale pari
a 0: 8; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 1.

AZIONARI INTERNAZIONALI AMERICA

1 Investire America 35 0,31228 1,10
2 Prime Merrill Am. 60 0,00000 0,00
3 Imi West 40 0,00000 0,00
4 America 2000 24 0,00000 0,00
5 Genercomit Nordam. 47 0,00000 0,00

Fondi analizzati: 7; Fondi con indice di valutazione globale
maggiore di 0: 1; Fondi con indice di valutazione globale pari
a 0: 6; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 0.

AZIONARI INTERNAZIONALI PACIFICO

1 Oriente 2000 24 0,35306 0,00
2 Imi East 40 0,00000 0,00
3 Prime Merril Pac. 60 0,00000 0,00
4 Investire Pacifico 35 0,00000 0,00

5 Adriatic Far East F. 44 0,00000 0,00

Fondi analizzati: 5; Fondi con indice di valutazione globale
maggiore di 0: 1; Fondi con indice di valutazione globale pari
a 0: 4; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 0.

BILANCIATI ITALIANI

1 Professionale Risp. 43 0,64723 1,18
2 Quadrifoglio bilanc. 60 0,37273 0,42
3 Giallo 60 0,34465 0,31
4 Bn Sicurvita 60 0,32006 0,52
5 Visconteo 60 0,29318 0,81

Fondi analizzati: 46; Fondi con indice di valutazione globale
maggiore di 0: 27; Fondi con indice di valutazione globale pari
a 0: 11; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 8.

BILANCIATI INTERNAZIONALI

1 Nordmix 60 0,00000 0,00
2 Investire Globale 35 0,00000 0,00
3 Arca Te 60 0,00000 0,00
4 Gesticredit Finanza 60 0,00000 0,00
5 Rolointernational 48 0,00000 0,00

Fondi analizzati: 9; Fondi con indice di valutazione globale
maggiore di 0: 0; Fondi con indice di valutazione globale pari
a 0: 7; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 2.

OBBLIGAZIONARI GLOBALI NAZIONALI

1 Money Time 48 0,00000 0,00
2 Fondinvest 1 60 0,00000 0,00
3 Eptabond 60 0,00000 0,00
4 Centrale Reddito 60 -0,30150 -0,16
5 Gestielle M 60 -0,31949 0,25

Fondi analizzati: 28; Fondi con indice di valutazione globale
maggiore di 0: 0; Fondi con indice di valutazione globale pari
a 0: 3; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 25.

OBBLIGAZIONARI PURI NAZIONALI

1 Giardino 30 0,42252 0,30
2 Carifondo Ala 60 0,00000 0,00
3 Gestielle Liquidita' 44 0,00000 0,00
4 Euromoney 52 0,00000 0,00
5 Cisalpino Reddito 60 0,00000 0,00

Fondi analizzati: 26; Fondi con indice di valutazione globale
maggiore di 0: 1; Fondi con indice di valutazione globale pari a
0: 6; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 19.

OBBLIGAZIONARI PURI ITALIA

1 Profess. redd. Italia 60 0,00000 0,00
2 Lagest obbl. Italia 60 -0,27138 -0,16
3 Ct rendita 60 -0,80277 -0,15
4 Risp. Italia Reddito 60 -0,82332 -0,45
5 Cooprend 55 -0,87526 -0,29

Fondi analizzati: 6; Fondi con indice di valutazione globale
maggiore di 0: 0; Fondi con indice di valutazione globale pari
a 0: 1; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 5.

OBBLIGAZIONARI PURI E GLOBALI INTERNAZIONALI

1 Primebond 60 0,10353 0,00
2 Lagest obbl. inter. 31 0,00000 0,00
3 Imi Bond 60 0,00000 0,00
4 Oasi 30 0,00000 0,00
5 Adriatic Bond Fund 60 0,00000 0,00

Fondi analizzati: 18; Fondi con indice di valutazione globale
maggiore di 0: 1; Fondi con indice di valutazione globale pari
a 0: 7; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 10.

=====

INDICI

Class. Class. Timing % Class.

=====

AZIONARI ITALIA

1 (1) 0,00 (_)
2 (3) 0,00 (_)
3 (4) 0,00 (_)
4 (2) 0,00 (_)
5 (_) 0,14 (1)

Fondi analizzati: 9; Fondi con indice di valuta-
zione globale maggiore di 0: 6; Fondi con indice
di valutazione globale pari a 0: 3; Fondi con
indice di valutazione globale minore di 0: 0.

AZIONARI GLOBALI NAZIONALI

1 (4) 0,00 (_)
2 (2) -0,54 (31)
3 (9) 0,00 (_)
4 (3) -0,44 (29)
5 (13) 0,00 (_)

Fondi analizzati: 33; Fondi con indice di valu-
tazione globale maggiore di 0: 17; Fondi con
indice di valutaz. globale pari a 0: 11; Fondi
con indice di valutaz. globale minore di 0: 5.

AZIONARI GLOBALI INTERNAZIONALI

1 (1) -0,40 (30)
2 (2) -0,30 (26)
3 (_) 0,00 (_)
4 (_) 0,00 (_)
5 (_) 0,00 (_)

Fondi analizzati: 32; Fondi con indice di valu-
tazione globale maggiore di 0: 2; Fondi con ind-
ice di valutazione globale pari a 0: 24;
Fondi con indice di valutazione globale
minore di 0: 6.

AZIONARI INTERNAZIONALI EUROPA

1 () 0,57 (2)
2 () 0,91 (1)
3 (1) 0,00 ()
4 () 0.00 ()
5 () 0.00 ()

Fondi analizzati: 12; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 3; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 8; Fondi con indice di valutaz. globale minore di 0: 1.

AZIONARI INTERNAZIONALI AMERICA

1 (1) -0,56 (7)
2 () 0,00 ()
3 () 0,00 ()
4 () 0,00 ()
5 () 0,00 ()

Fondi analizzati: 7; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 1; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 6; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 0.

AZIONARI INTERNAZIONALI PACIFICO

1 () 0,94 (1)
2 () 0,00 ()
3 () 0,00 ()
4 () 0,00 ()
5 () 0,00 ()

Fondi analizzati: 5; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 1; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 4; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 0.

BILANCIATI ITALIANI

1 (1) 0,00 ()
2 (15) 0,00 ()
3 (24) 0,00 ()
4 (9) 0,00 ()
5 (2) -0,40 (42)

Fondi analizzati: 46; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 27; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 11; Fondi con indice di valutaz. globale minore di 0: 8.

BILANCIATI INTERNAZIONALI

1 () 0,00 ()
2 () 0,00 ()
3 () 0,00 ()
4 () 0,00 ()
5 () 0,00 ()

Fondi analizzati: 9; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 0; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 7; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 2.

OBBLIGAZIONARI GLOBALI NAZIONALI

1 () 0,00 ()
2 () 0,00 ()
3 () 0,00 ()
4 (6) 0,00 ()
5 (11) 0,00 ()

Fondi analizzati: 28; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 0; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 3; Fondi con indice di valutaz. globale minore di 0: 25.

OBBLIGAZIONARI PURI NAZIONALI

1 (1) 0,00 ()
2 () 0,00 ()
3 () 0,00 ()
4 () 0,00 ()
5 () 0,00 ()

Fondi analizzati: 26; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 1; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 6; Fondi con indice di valutaz. globale minore di 0: 19.

OBBLIGAZIONARI PURI ITALIA

1 () 0,00 ()
2 (3) 0,00 ()
3 (2) 0,00 ()
4 (6) 0,00 ()
5 (5) 0,00 ()

Fondi analizzati: 6; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 0; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 1; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 5.

OBBLIGAZIONARI PURI E GLOBALI INTERNAZIONALI

1 () 0,17 (4)
2 () 0,00 ()
3 () 0,00 ()
4 () 0,00 ()
5 () 0,00 ()

Fondi analizzati: 18; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 1; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 7; Fondi con indice di valutaz. globale minore di 0: 10.

=====
INDICI

----- Patrimonio
Class. Ind. divers. % Class. (in mld)

=====

AZIONARI ITALIA

1 88,32 (7) 1.581,2
2 93,86 (2) 763,6
3 87,04 (8) 2.053,3
4 82,35 (9) 1.678,1
5 97,67 (1) 50,3

Fondi analizzati: 9; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 6; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 3; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 0.

AZIONARI GLOBALI NAZIONALI

1 80,35 (24) 198,6
2 61,58 (33) 512,9
3 84,18 (19) 138,0
4 77,78 (27) 233,0
5 88,03 (12) 13,2

Fondi analizzati: 33; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 17; Fondi con indice di valutaz. globale pari a 0: 11; Fondi con indice di valutaz. globale minore di 0: 5.

AZIONARI GLOBALI INTERNAZIONALI

1 82,76 (5) 715,0
2 78,15 (15) 248,6
3 91,81 (2) 533,6
4 89,49 (3) 250,4
5 81,82 (6) 185,1

Fondi analizzati: 32; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 2; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 24; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 6.

AZIONARI INTERNAZIONALI EUROPA

1 86,15 (6) 150,0
2 63,54 (10) 36,3
3 91,96 (2) 257,0
4 95,21 (1) 743,4
5 91,52 (3) 83,0

Fondi analizzati: 12; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 3; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 8; Fondi con indice di valutaz. globale minore di 0: 1.

AZIONARI INTERNAZIONALI AMERICA

1 79,93 (6) 103,0
2 90,67 (1) 105,0
3 90,28 (2) 598,5
4 89,60 (3) 353,0
5 89,00 (4) 129,4

Fondi analizzati: 7; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 1; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 6; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 0.

AZIONARI INTERNAZIONALI PACIFICO

1 76,69 (5) 572,0
2 92,22 (1) 2.385,1
3 79,80 (2) 507,0
4 78,00 (3) 148,0
5 77,80 (4) 378,0

Fondi analizzati: 5; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 1; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 4; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 0.

BILANCIATI ITALIANI

1 86,94 (23) 302,7
2 85,82 (25) 59,8
3 92,86 (5) 158,1
4 65,77 (44) 65,4
5 81,06 (34) 291,0

Fondi analizzati: 46; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 27; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 11; Fondi con indice di valutaz. globale minore di 0: 8.

BILANCIATI INTERNAZIONALI

1 78,27 (1) 102,1
2 76,46 (2) 66,0
3 70,39 (4) 1.035,7
4 65,30 (6) 159,0
5 62,54 (7) 176,9

Fondi analizzati: 9; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 0; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 7; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 2.

OBBLIGAZIONARI GLOBALI NAZIONALI

1 55,57 (23) 17,1
2 39,22 (27) 842,0
3 37,19 (28) 312,8
4 74,70 (15) 785,5
5 48,04 (26) 147,0

Fondi analizzati: 28; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 0; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 3; Fondi con indice di valutaz. globale minore di 0: 25.

OBBLIGAZIONARI PURI NAZIONALI

1 35,79 (24) 806,0

2 61,76 (18) 1.311,4
3 54,38 (20) 250,0
4 43,63 (21) 572,0
5 37,05 (23) 541,9

Fondi analizzati: 26; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 1; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 6; Fondi con indice di valutaz. globale minore di 0: 19.

OBBLIGAZIONARI PURI ITALIA

1 65,30 (6) 775,6
2 73,35 (5) 1.063,5
3 94,91 (1) 2.244,0
4 81,43 (4) 775,6
5 88,30 (3) 16,6

Fondi analizzati: 6; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 0; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 1; Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 5.

OBBLIGAZIONARI PURI E GLOBALI INTERNAZIONALI

1 53,91 (14) 320,0
2 80,70 (8) 1.228,0
3 75,76 (9) 345,4
4 71,54 (10) 587,0
5 68,90 (12) 923,0

Fondi analizzati: 18; Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 1; Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 7; Fondi con indice di valutaz. globale minore di 0: 10.

La tabella riporta per ogni categoria i primi cinque fondi classificati sulla base dell'indice di valutazione globale. I fondi ricompresi nelle analisi sono tutti quelli presenti da almeno 2 anni;

le analisi di regressione si estendono per un periodo variabile dai 24 ai 60 mesi utilizzando i dati di fine mese. I benchmark utilizzati

sono i seguenti: l'indice Mib storico (Azionari globali nazionali, Azionari Italia e bilanciati italiani); l'indice Morgan Stanley Capital International Msci-World, (Azionari globali internazionali e

Bilanciati internazionali); l'indice Msci Europe (Azionari internazionali Europe); l'indice Msci North America (Azionari internazionali Americana); l'indice Msci Far East (Azionari internazionali Pacifico); l'indice Banca d'Italia generale Mts (Obbligazionari globali nazionali, Obbligazionari puri nazionali e Obbligazionari puri Italia); l'indice Banca d'Italia dei CcT (Obbligazionari puri monetari); l'indice obbligazionario Jp Morgan World (Obbligazionari globali internazionali e Obbligazioni puri internazionali). Gli indici dei mercati esteri sono in dollari convertiti in lire al cambio rilevato dalla banca d'Italia. La selezione titoli e' la misura percentuale mensile che il fondo ha realizzato nel periodo di analisi grazie alla corretta previsione dell'andamento di specifici titoli. Il timing e' la misura percentuale mensile che il fondo ha realizzato nel periodo di

analisi

grazie alla corretta previsione dell'andamento del benchmark. Il grado di diversificazione indica la misura in cui l'andamento del benchmark e' rappresentativo dell'andamento delle quote del fondo.

L'indice di valutazione globale e' la somma della performance realizzata nella selezione titoli e nel timing corretta per il grado di rischio diversificabile. Accanto alle misure di performance sulla

selezione titoli, sul timing e al grado di diversificazione viene riportato il livello di classifica del fondo per ogni misura. Il livello di classifica non viene riportato per i valori pari a zero.

-

#