

Identificativo: SS960324020AAA  
Data: 24-03-1996  
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE - Meglio affidare i propri risparmi a una sola società di gestione o scegliere i migliori fondi di diverse scuderie? Ecco come decidere  
Così si valuta il gestore  
L'offerta globale di molte case resta insoddisfacente nel profilo rischio - rendimento

SILVIO BENCINI e MAURIZIO MURGIA

L'attenzione alla performance degli investitori istituzionali è generalmente concentrata sui singoli fondi offerti nel mercato. Raramente si guarda alle performance di un portafoglio di fondi selezionati sulla base di certe caratteristiche di rendimento-rischio. Quale sarebbe la strategia ideale che un singolo investitore potrebbe perseguire per crearsi un portafoglio con il fior fiore dei fondi? 1) Prende le tabelle di <Non solo performance>. 2) Crea una matrice di covarianza dei fondi migliori. 3) Lancia un programmino di ottimizzazione con tutta una serie di vincoli opportuni. 4) Si rivolge alle società di gestione per comprarsi la quota di capitale assegnata ai diversi fondi. È possibile ipotizzare un tale comportamento per l'investitore medio? Questa strategia deve rispondere a due obiezioni non banali: a) quale risultato si può raggiungere in termini di rendimento-rischio e, se passa il primo esame; b) quanto costa? Passare il primo esame equivale a porsi la domanda sulla persistenza della performance dei fondi. Superfluo ricordare che si parla da decenni di questo problema, sia nell'industria dei fondi che tra gli economisti. Se c'è una persistenza nella performance dei fondi, questa è limitata a orizzonti non lunghi: circa un anno. Questo si vede anche dalle nostre analisi sul mercato italiano. Ma ciò equivale a dire che il portafoglio di fondi deve essere ribilanciato a questa scadenza e, quindi, che i costi del fund picking possono essere proibitivi per il nostro investitore.

Il processo decisionale di un investitore intelligente, come raccomanda uno dei guru del settore dei fondi statunitensi (John Bogle on mutual funds), dovrebbe iniziare dalla selezione della società di gestione e non dalla selezione del singolo fondo. La stessa industria oramai da tempo offre dei prodotti con portafogli pre-confezionati, che mirano appunto a migliorare il servizio di investimento reso ai clienti.

Tempo fa, un messaggio pubblicitario di una società di gestione diceva: Lascia che la nostra famiglia di fondi aiuti a raggiungere gli obiettivi finanziari della tua famiglia. Chi lanciava il messaggio offriva in quel momento un centinaio di fondi.

Per gli investitori, la canalizzazione del risparmio solo sui fondi di una società di gestione diventa quindi da una parte una scelta obbligata, ma da un altro punto di vista anche una scelta razionale se offre ulteriori benefici-servizi. Ad esempio: un unico rapporto o estratto-conto standardizzato che consente di avere un più facile accesso alla valutazione delle proprie scelte finanziarie; e la possibilità di muoversi facilmente da un fondo a un altro (o da un portafoglio di fondi a un altro portafoglio offerto dalla stessa società).

È chiaro che il principale svantaggio che deriva dalla scelta di una sola società di gestione è invece legato alla possibilità che l'intermediario non collochi tutti i fondi necessari per particolari obiettivi di investimento. A esempio, una società può avere degli ottimi fondi obbligazionari, ma pochi o nessun fondo specializzato nei mercati azionari internazionali o in particolari stili di investimento. È possibile che per certe categorie di investitori i vantaggi della scelta di una sola società di gestione siano comunque superiori agli svantaggi che abbiamo esemplificato.

La misurazione della performance del portafoglio di fondi di una società di gestione si può realizzare in diversi modi. Nella tabella vengono riprodotti i risultati di alcune analisi effettuate per gli anni 1994 e 1995 per le società che avevano almeno 1.000 miliardi di patrimonio gestito all'inizio del 1995. Nel complesso, le 28 società hanno rappresentato il 93% dell'industria dei fondi italiani.

Abbiamo ipotizzato tre modalità di costruzione del portafoglio di fondi di ogni società all'inizio di ogni anno: 1) investendo un ammontare uguale in ciascun fondo; 2) investendo un ammontare proporzionale al patrimonio di ciascun fondo; 3) investendo sulla base dei pesi individuati da una ottimizzazione di portafoglio; questa procedura è stata realizzata guardando ai dati storici dei singoli fondi e al rendimento-rischio di un portafoglio obiettivo. Della modalità 1) non presentiamo risultati perché ha realizzato, mediamente, performance molto deludenti. Nella tabella si trovano i risultati per le modalità 2) (il portafoglio chiamato 'A') e 3) (il portafoglio chiamato 'O'). Prendiamo in considerazione i portafogli del tipo 'A'. Il rendimento di questo portafoglio è abbastanza vicino al rendimento del patrimonio investito nell'anno dalla società di gestione. Se ne differenzia solo per la parte di patrimonio che è stata progressivamente introdotta nell'anno, che noi ignoriamo. La seconda strategia (il portafoglio 'O') utilizza invece, sempre all'inizio di ogni anno, alcune informazioni di base per comporre un portafoglio efficiente: l'andamento passato dei singoli fondi, le loro reciproche correlazioni e l'andamento passato di un portafoglio particolare, che chiameremo il portafoglio mondiale. Quest'ultimo lo abbiamo individuato, arbitrariamente, con un'equa ripartizione tra l'indice Morgan Stanley delle azioni mondiali e l'indice JP Morgan delle obbligazioni mondiali. Perché abbiamo bisogno del portafoglio mondiale? Perché l'obiettivo di rendimento-rischio degli investitori di fondi deve essere basato

sulla piu' ampia diversificazione possibile, per crearsi un portafoglio il piu' possibile efficiente. Il portafoglio mondiale non ha, ovviamente, una definizione univoca e puo' essere costruito in vari modi. Le informazioni alla base della creazione dei portafogli 'A' e 'O' sono tutte informazioni che erano realmente disponibili non solo per le societa' di gestione ma anche per molti altri operatori. L'aspetto che e' utile notare e' la significativa differenza di rendimento di portafoglio che si sarebbe potuta raggiungere nell'uno o nell'altro caso, non solo a livello di singole societa' ma, e soprattutto, a livello generale. Nel grafico si puo' avere un'idea piu' intuitiva del problema per l'intero periodo di due anni. I portafogli del tipo 'A' mostrano dei rendimenti decrescenti all'aumentare del grado di rischio, un risultato (statisticamente significativo) che non si vorrebbe mai incontrare. I portafogli del tipo 'O', invece, migliorano la situazione, sebbene troviamo una relazione praticamente nulla. Tuttavia, occorre anche vedere le performance in termini relativi rispetto al portafoglio mondiale come da noi definito. I portafogli di fondi delle societa' sono molto meno rischiosi, rispetto al portafoglio mondiale, in entrambe le modalita' di costruzione. Sempre per i due anni, se utilizziamo come termine di paragone il rapporto tra rendimento medio e deviazione standard (l'informatio ratio), mentre i portafogli del tipo 'A' raggiungono un valore medio di 0,7, i portafogli del tipo 'O' raggiungono viceversa un valore superiore a 1 (1,16). Il portafoglio mondiale da noi costruito ha invece avuto un indice ricompreso tra i due (0,8). Quale insegnamento si puo' trarre da queste analisi? Per gli investitori: se si entra in una societa' di gestione occorre verificare che vi sia una varietta' di fondi tale da facilitare una ottima allocazione dei propri investimenti. Il numero di fondi in se', e' un insufficiente indicatore se questi sono prevalentemente concentrati in poche classi di investimenti. Per le societa' di gestione: pensiamo che ci sia ancora molto da fare sia nello sviluppo di nuovi fondi che nella migliore allocazione di quelli gia' esistenti.

Immagini: IMMAGINE-01 Gestori in ordine sparso - A ogni quadratino corrisponde una societa' di gestione

TABELLA-01  
 IL TEST DEI PORTAFOGLI  
 =====  
 Performance  
 media annua '94/95  
 -----  
 Portafoglio Portafoglio  
 Societa' di gestione 'A' 'O'  
 =====  
 Arca 3,68 4,74  
 Azimut gestione fondi -0,43 4,54

Cisalpina 0,83 3,62  
Coogestioni -0,34 1,07  
Deutsche bank fondi 4,87 8,52  
Fideuram gestioni 4,53 6,24  
Finanza e futuro 0,41 2,11  
Fondicri 3,86 5,06  
Fondigest 2,92 5,89  
Fondinvest risparmio 2,68 5,61  
Genercomit 5,66 6,63  
Gesfimi 3,44 -2,51  
Gesticredit 5,23 4,92  
Gestifondi 3,00 6,06  
Gestione fondi Fininvest 2,29 4,57  
Gestioni internazionali 1,73 3,09  
Gestras 2,50 6,31  
Gestiveneto 7,20 6,77  
Gestnord 5,83 7,07  
Imigest 2,43 2,11  
Ing sviluppo gestioni -0,50 5,13  
Interbancaria 3,30 6,93  
La centrale fondi 4,05 8,01  
Primegest 1,17 5,84  
Rolofond 6,41 1,67  
Romagest 4,00 3,34  
San Paolo fondi 3,40 6,05  
Sogersel 0,84 -0,82  
Media 20 soc. di gestione 3,04 4,59

-----  
Nota: il portafoglio 'A' e' composto da tutti i fondi della  
societa'  
di gestione proporzionalmente al patrimonio di ciascuna di essi. Il  
portafoglio 'B' e' composto da tutti i fondi della societa' di  
gestione con i pesi ottimizzati (si veda l'articolo)

#