

Identificativo: SS961208016AAA
Data: 08-12-1996
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE - Come utilizzare al meglio le informazioni sulla volatilità dei fondi e sui loro benchmark
I dati storici servono a predire il rischio ma non il rendimento

SILVIO BENCINI e MAURIZIO MURGIA

La crescita del risparmio gestito dai fondi comuni d'investimento negli anni più recenti è all'attenzione di molti osservatori in diversi mercati mondiali. Non è infatti difficile rilevare, in alcuni paesi, tassi di crescita annuali a due cifre. Nel caso del mercato italiano si sottolinea spesso che essa origina dal mutamento delle strategie delle banche, che stanno riversando gran parte dei titoli di Stato in amministrazione sui fondi obbligazionari e monetari del gruppo, o su altri che comunque assicurano un più stabile e cospicuo flusso di commissioni attive.

Tra i sottoscrittori di fondi, è quindi facile dedurre, si stanno aggiungendo investitori molto prudenti e mediamente meno informati in merito alle caratteristiche e alle finalità dei fondi d'investimento. È pertanto necessario mettere a disposizione di questi investitori maggiori e migliori informazioni sulla natura degli investimenti selezionati dai gestori.

Le esigenze. Recentemente, Arthur Levitt, Presidente della Sec, Organo di Controllo e Vigilanza dei mercati finanziari statunitensi, ha affermato: <Almeno per il prossimo futuro non c'è bisogno che la Sec obblighi i fondi a rivelare una specifica misura di rischio. Ma ai fondi sarà chiesto di selezionarsi un nome che possa essere facilmente associato alla politica di gestione. Inoltre, sarà necessario presentare nel prospetto informativo un grafico con i rendimenti annuali storici e una esauriente descrizione del rischio degli investimenti>.

Il punto di vista di Levitt è stato espresso in seguito ad una indagine che la stessa Sec ha condotto nel 1995 con l'ausilio di migliaia di sottoscrittori americani per migliorare la presentazione del rischio di gestione dei fondi e degli investitori istituzionali.

Si può senz'altro essere d'accordo con la Sec che non è necessario obbligare i fondi a presentare una particolare misura di rischio ma, al contrario, riteniamo che il bisogno primario di un sottoscrittore di fondi sia di prevedere le oscillazioni dei rendimenti futuri.

Maggiori sono queste oscillazioni previste, più incerto sarà il rendimento futuro. Ne deriva che informazioni sul rischio passato sono, al più, preliminari.

Gli indicatori di rischio. Una misura di rischio dei fondi spesso pubblicizzata è la volatilità (deviazione standard) dei rendimenti storici di un certo periodo. È una misura spesso inadeguata per due

fondamentali ragioni: 1) come detto si riferisce al passato, mentre cio' che serve all'investitore e' una misura del rischio futuro; 2) l'impatto del rischio di un fondo nella situazione finanziaria globale di un investitore e' un fenomeno complesso. La teoria finanziaria ci ha insegnato che conta il rischio dell'intero portafoglio e non certo quello dei singoli investimenti. Ad esempio, per un investitore in un fondo obbligazionario che contemporaneamente ha un mutuo sulla casa a tasso variabile, la volatilita' del suo investimento (prevalentemente legata alle variazioni dei tassi d'interesse) ha un significato completamente diverso rispetto ad un secondo sottoscrittore che non ha invece delle passivita' legate alle variazioni dei tassi. Oppure, per fare un altro esempio utile a molti sottoscrittori dell'ultima ora: un fondo monetario (che ha generalmente una bassa deviazione standard) sara' molto piu' rischioso di un fondo azionario (che ha viceversa una piu' alta deviazione standard) se gli obiettivi di investimento sono in realta' quelli della crescita del capitale. Queste considerazioni ci fanno capire perche' una unica misura di rischio dei fondi puo' essere o irrilevante o addirittura fuorviante.

Dove nasce il rischio. Gli investimenti nei fondi sono rischiosi perche' esposti a quelle forze economiche (chiamate anche fattori di rischio) il cui andamento futuro e' incerto. Questi fattori possono essere specifici di un fondo, ma nella gran parte dei casi sono comuni a molti fondi. Ad esempio, l'andamento delle quote di un fondo azionario italiano oscillera' in misura piu' o meno sincronizzata con l'indice Mib. Il rischio del fondo dipende: 1) da quanto i suoi rendimenti sono sincronizzati con il Mib o altri indici di rischio del mercato azionario italiano; 2) il rischio specifico dell'indice (o degli indici); 3) da quanto i vari indici tendono a muoversi insieme tra di loro. I gestori potrebbero comunicare la relazione che intercorre tra i rischi del loro fondo e i piu' rilevanti fattori di rischio del mercato di riferimento, semplicemente specificando quel portafoglio di indici che, per i prossimi due (o quattro) anni avra' una esposizione al rischio simile a quella del fondo. Ad esempio, un fondo bilanciato puo' scegliere una combinazione di indici: 50% nell'indice di capitalizzazione netto dei titoli quotati sul mercato telematico dei titoli di stato, 20% nell'indice della borsa italiana e 30% nell'indice Msci mondiale. Un fondo azionario nei mercati emergenti puo' pubblicizzare che l'indice Msci Emerging Markets (Em 26) e' il piu' appropriato benchmark.

Quali benchmark. Il riferimento a indici di mercato nel caso italiano puo' limitarsi a indici molto generali, come quelli ricordati, ma negli Stati Uniti e' molto piu' dettagliato. In quel mercato vengono infatti pubblicati indici che riflettono l'andamento non solo di segmenti del mercato (bassa o alta capitalizzazione, settori merceologici) ma anche quegli 'stili di gestione' ai quali abbiamo fatto riferimento in un precedente articolo (<Non solo performance> del 29 settembre).

Una informazione di tal tipo aiuterebbe enormemente i sottoscrittori (e i loro consulenti) a scegliere il fondo piu' appropriato agli

obiettivi di investimento, perché rivelerebbe più chiaramente l'esposizione futura dei rendimenti del fondo ai principali segmenti del mercato finanziario. Naturalmente la previsione sulle decisioni e i risultati futuri dei gestori è soggetta ad errori. Quali motivazioni dovrebbero spingere i money managers a fornire tali informazioni? Molte, per rendere i loro prodotti ancora più trasparenti e preservare il valore del più importante asset del loro business: la fiducia dei sottoscrittori. Da diverse ricerche empiriche che hanno analizzato il processo decisionale degli investitori, noi oggi sappiamo che la chiarezza sul rischio dell'investimento avrebbe incentivato più numerose adesioni. Vi è poi da segnalare ai nostri lettori meno informati che i gestori sono già oggi costretti a fornire le informazioni sui loro fattori di rischio. Questo accade quando viene avviato un formale programma di valutazione della performance con degli specialisti esterni. Questi ultimi, correttamente, esigono di conoscere prima cosa ha intenzione di fare il money manager. Agli specialisti esterni rimane il compito di distinguere se quanto è poi accaduto è da attribuire all'andamento dei mercati, ad errori di previsione o al talento del gestore.

Il ruolo della regolamentazione. Ci sembra però che le previsioni dei gestori dovrebbero essere protette dalla regolamentazione. Non a caso, in un recente documento dell'Associazione degli economisti finanziari statunitensi, si ipotizza che devono essere le autorità di controllo a fornire un sicuro riparo alle informazioni sui futuri fattori di rischio, per evitare che tra gestori e risparmiatori insorgano pericolosi contrasti e anche cause legali.

Il quadro finale che noi vediamo come ideale è pertanto il seguente. Gli investitori finali devono essere responsabili per capire e formulare previsioni sui rischi associati ai principali settori dei mercati finanziari e alla relazione che lega tra di loro gli indici rappresentativi dei diversi settori. Sarà naturalmente loro cura avvalersi di consulenti, fornitori di dati e analisi per poter svolgere efficientemente tale compito. I gestori dei fondi, d'altro canto, sono nella posizione migliore per conoscere le loro strategie di investimento future e selezionare quel portafoglio di indici (o benchmarks) che meglio descrive la strategia futura. L'approccio qui proposto, e' il caso di ricordare, pone l'accento sulla indicazione delle strategie d'investimento future da parte del gestore. Se proprio occorre dare informazioni sul passato, ben vengano dei confronti tra i rendimenti ottenuti dal fondo e il portafoglio di indici precedentemente ipotizzato dal gestore. Una disclosure di questo tipo enfatizzerebbe l'aspetto del rischio di gestione rispetto ai rendimenti medi passati. Sia la teoria che la pratica ci dicono infatti che la storia è un buon previsore del rischio futuro, ma purtroppo è alquanto inaffidabile per prevedere i rendimenti futuri.

TABELLA-01

FONDI OBBLIGAZIONARI MISTI ITALIANI

Analisi dal mese di novembre '92 al mese di ottobre '96

```

=====
INDICE PERFORMANCE % GRADO
Cl. Nome fondo -----
Valutaz. Share Totale Corr. Divers.
glob. rischio %
=====
1 Fondimpiego 0,057 0,21 54,19 2,46 22,40
2 Gestielle M. -0,062 0,18 49,54 -1,58 56,63
3 Rologest -0,106 0,23 55,05 -2,67 88,91
4 Genercomit -0,109 0,22 53,81 -2,76 92,30
Rendita
5 Money Time -0,117 0,09 43,52 -2,95 39,10
6 Sforzesco -0,145 0,21 54,14 -3,64 93,53
7 Salvadanaio -0,150 0,23 60,19 -3,77 92,34
Obbligazionario
8 Verde -0,152 0,20 53,17 -3,81 82,49
9 Rendicredit -0,164 0,22 57,27 -4,11 94,49
10 Centrale -0,170 0,21 56,75 -4,26 87,59
Reddito
11 Capitalgest -0,232 0,16 50,14 -5,75 84,84
Rendita
12 Venetorend -0,241 0,15 48,80 -5,96 84,06
13 Euromobiliare -0,248 0,19 57,30 -6,14 86,16
Reddito
14 Investire -0,254 0,17 53,96 -6,28 80,17
Obbligazionario
15 Sogesfit Domani -0,319 0,13 49,47 -7,82 75,73
16 Prudential -0,344 0,08 47,44 -8,42 41,22
Obbligazionario
17 Nagrarend -0,389 0,11 49,84 -9,47 70,75
18 Griforend -0,450 0,10 47,96 -10,87 87,93
19 Primecash -0,477 0,06 43,47 -11,49 77,68
20 Phenixfund 2 -0,538 0,11 50,96 -12,86 92,20
21 Ing Sviluppo -0,539 0,07 44,41 -12,87 87,16
Reddito
22 Aureo Rendita -0,606 0,05 43,63 -14,37 65,99
23 Fondinvest 1 -0,662 0,03 41,90 -15,59 78,19
Benchmark Mts 0 0,30 60,36 - -
generale netto
=====

```

TABELLA-02

FONDI OBBLIGAZIONARI PURI ITALIANI

Analisi dal mese di novembre '92 al mese di ottobre '96

```

=====
INDICE PERFORMANCE % GRADO
Cl. Nome fondo -----
Valutaz. Share Totale Corr. Divers. %
glob. rischio
=====
1 Oasi 0,178 0,34 64,68 5,86 56,21
Obbligazionario
Italia
2 Genercomit -0,080 0,25 48,79 -0,66 88,78
Monetario
3 Gestielle -0,192 0,18 46,98 -1,58 59,44
Liquidita'
4 Geporend -0,277 0,23 55,09 -2,26 90,40

```

5	Carifondo Ala	-0,436	0,24	63,87	-3,54	89,88
6	Euromoney	-0,454	0,12	52,33	-3,69	34,86
7	Intermoney	-0,468	0,12	52,77	-3,79	29,31
8	Sanpaolo F. Vega	-0,498	0,19	51,07	-4,03	85,60
9	Cisalpino	-0,715	0,18	57,06	-5,74	75,39
	Reddito					
10	Interbancaria	-0,739	0,10	44,44	-5,93	77,79
	Rendita					
11	Agrifutura	-1,095	0,08	46,03	-8,66	55,52
12	Quadrifoglio	-1,171	0,12	48,98	-9,23	92,07
	Obbligazionario					
13	Azimut Globale	-1,330	0,09	46,39	-10,42	84,83
	Reddito					
14	Fondicri 1	-1,406	0,13	51,87	-10,98	90,78
15	Pitagora	-1,435	0,13	52,85	-11,19	89,56
	Benchmark Mts 0	0,30	60,36	-	-	
	generale netto					

TABELLA-03

FONDI OBBLIGAZIONARI SPECIALIZZATI ITALIA

Analisi dal mese di novembre '92 al mese di ottobre '96

=====

INDICE PERFORMANCE % GRADO

C.1. Nome fondo -----

Valutaz. Share Totale Corr. Divers.
glob. rischio %

=====

1	Ducato Reddito	0,067	0,24	64,06	3,33	48,98
	Italia					
2	Arca MM	-0,127	0,21	47,94	-1,47	88,57
3	Nordfondo	-0,247	0,19	47,37	-2,85	90,79
4	Arca RR	-0,372	0,20	52,34	-4,25	88,98
5	Eptabond	-0,388	0,15	54,07	-4,43	53,29
6	Gestiras Coupon	-0,393	0,15	47,01	-4,49	85,69
7	Imi Rend	-0,499	0,17	53,01	-5,67	85,19
8	Cooprend	-0,615	0,03	42,66	-6,94	2,66
9	Rendifit	-0,712	0,06	42,27	-7,99	82,58
10	Gestiras	-0,722	0,15	50,41	-8,09	98,93
11	Italmoney	-0,742	0,11	50,51	-8,31	79,59
12	Sanpaolo	-0,816	0,12	48,87	-9,10	82,59
	Antares					
13	Risparmio	-0,924	0,12	49,69	-10,24	87,69
	Italia Reddito					
14	Professionale	-0,932	0,09	45,25	-10,32	87,91
	Reddito Italia					
15	Lagest	-1,016	0,07	44,51	-11,21	90,71
	Obbligazionario					
	Italia					
16	Fondersel	-1,024	0,15	55,67	-11,28	94,03
	Reddito					
17	Primeclub	-1,168	0,05	42,93	-12,77	71,80
	Obbligazionario					
	Italia					
18	Mida	-1,210	0,06	44,06	-13,20	89,09
	Obbligazionario					
19	Bn Rendifondo	-1,252	0,02	37,53	-13,63	78,80
	Benchmark Mts 0	0,30	60,36	-	-	
	generale netto					

Le tabelle di <Non solo performance> hanno l'obiettivo di presentare le analisi delle performance corrette per il rischio del portafoglio

finanziario di tutti i fondi delle categorie presenti da almeno quattro anni.

Indice di valutazione globale: e' il <valore aggiunto offerto dal gestore. E' il rapporto tra l'extrarendimento mensile del fondo rispetto al benchmark (derivante dall'attivita' di stock picking e di market timing del gestore) e la sua volonta'.

Indice di Sharpe: e' il rapporto tra l'extrarendimento del fondo rispetto al benchmark (derivante dall'attivita' di stock picking e di market timing del gestore) e la sua volatilita'.

Performance corretta per il rischio: e' l'extrarendimento mensile del fondo rispetto al benchmark.

Grado di diversificazione: misura quanta parte della performance del fondo dipende dall'andamento del suo benchmark

Questa settimana la rubrica <Non solo performance> prende il posto del consueto tabellone <I fondi comuni a confronto>, che sara' nuovamente pubblicato integralmente nell'edizione di <Risparmio & Mercati> di domenica prossima 15 dicembre.

#