

Identificativo: SS941009016CAA
Data: 09-10-1994
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE

Valutare i fondi: quel gestore e' bravo o audace?

A cura di Silvio Bencini e Maurizio Murgia

Quali sono i fondi migliori? Lo scopo delle tabelle e dei commenti che <Il Sole-24 Ore> pubblichera' mensilmente in questa pagina e' rispondere a questa domanda in un modo che inizialmente apparira' poco intuitivo ma che ha l'ambizione di essere piu' completo e accurato delle classifiche di performance che siamo abituati a leggere normalmente. Nella gara fra gestori, infatti, la variazione percentuale del valore delle quote ci dice <chi ha vinto>, ma non ci dice nulla sul prezzo pagato per vincere e sulle origini del successo.

L'idea base della letteratura sviluppata a partire dagli anni '60 dai premi Nobel Harry Markowitz e William Sharpe e da numerosi altri studiosi e' che il prezzo che si paga per un rendimento piu' elevato e' il rischio, cioe' la variabilita' (anche verso il basso) del valore dell'investimento nel corso del tempo.

Il rendimento del fondo va percio' corretto per tenere conto della maggiore o minore esposizione ai <fattori di rischio> che sono spesso individuati in un qualche indice rappresentativo del mercato nel quale il fondo investe.

La <bravura> di un gestore viene cosi' misurata con la sua capacita' di realizzare rendimenti piu' che proporzionali a quelli spiegati dal rischio (peso delle azioni sul totale del portafoglio di un fondo azionario, a esempio) assunto.

Nel corso del tempo si e' poi sviluppata una serie di modelli che cercano di rispondere anche alla seconda domanda, e cioe' le origini del successo. Per restare all'esempio del gestore di un fondo azionario, il maggior rendimento puo' avere due cause: il gestore non ha cambiato nel corso del tempo il peso delle azioni nel portafoglio, ma le ha scelte in modo tale che queste hanno avuto un rendimento superiore all'indice di Borsa (<stock picking>); il gestore e' stato capace di anticipare il mercato, cioe' di avere piu' azioni del normale quando la Borsa saliva e di averne meno quando la Borsa scendeva (<market timing>).

Le classifiche qui a fianco sono compilate tenendo conto di questi due fattori, seguendo un approccio proposto dagli economisti Jack Treynor e Kay Mazuy, e successivamente modificato da altri autori. Per ogni fondo viene calcolata la regressione del rendimento mensile al netto del tasso di mercato monetario nei confronti di due variabili applicative: 1) il rendimento mensile dell'indice di mercato <benchmark> prescelto al netto del tasso del mercato

monetario; 2) la variabile precedente elevata al quadrato.

Mentre la prima ha lo specifico obiettivo di misurare il rischio del fondo nei confronti del <benchmark>, la seconda ha lo scopo di verificare se il gestore, sistematicamente, investe una quota più consistente nel mercato rappresentato dal <benchmark> quando questo è in rialzo, o, viceversa, investe meno quando il mercato è in ribasso.

Se il gestore riesce ad avere, ad esempio, più azioni quando la Borsa sale non per mera fortuna, ma per una speciale abilità gestionale osserveremo, in un congruo periodo di tempo, che il coefficiente della seconda variabile è positivo.

Il valore aggiunto globale della gestione di portafoglio di un investitore istituzionale è dunque scomponibile in tre elementi: 1) l'apporto proveniente da una corretta selezione dei titoli; 2) il valore creato dall'anticipazione del mercato; 3) il servizio di diversificazione del portafoglio.

In tutti i mercati finanziari mondiali buona parte dei fondi d'investimento, di fatto, possono essere considerati gestioni passive, perché non si cimentano nelle attività 1 e 2 e si limitano a offrire ai sottoscrittori un investimento più o meno diversificato. Questa è una scelta plausibile, trovando conforto sia nei suggerimenti della teoria, sia nell'obiettivo difficile di produrre sistematicamente un valore aggiunto positivo di gestione. Nelle tabelle vengono riportate le misure significative per valutare le performance dei fondi italiani. Le colonne due, tre e quattro riportano le stime dei tre elementi che occorre prendere in esame per valutare il valore aggiunto del fondo.

Per quanto riguarda le misure di selezione titoli e anticipazione del mercato notiamo che valori pari a zero sono da considerare positivi perché significano che, al netto delle commissioni di gestione e negoziazione il fondo è stato in linea con l'andamento del <benchmark> e ha comunque reso un buon servizio di diversificazione.

Tipicamente, nel processo di gestione attiva di un portafoglio è assai difficile mantenere una elevata diversificazione e contemporaneamente produrre extra profitti nell'attività di previsione. Assisteremo pertanto al fenomeno che tanto più il fondo si spingerà nella previsione dell'andamento dei titoli e dei mercati, tanto più sarà costretto a cedere parte del suo grado di diversificazione.

Per tenere conto della direzione opposta in cui si muovono spesso i buoni risultati dell'attività previsionale rispetto al grado di diversificazione, abbiamo messo a punto un indice globale di valutazione che ha l'obiettivo di correggere le performance per i maggiori rischi assunti in seguito alla riduzione del grado di diversificazione.

Il nostro indice globale trae spunto da un'idea originale degli economisti Jack Trenor e Fisher Black proposta oltre venti anni fa e che noi abbiamo adeguato per tenere conto dell'attività di timing perseguita dai gestori. L'indice globale ha quindi l'obiettivo di classificare i fondi in relazione alla loro gestione attiva e

all'attivita' tesa a diversificare il portafoglio.
 I risultati delle elaborazioni, che avranno cadenza mensile, verranno presentati col criterio seguente: ogni mese i primi cinque fondi di ogni categoria e tutti i fondi di una in particolare (questa volta si tratta degli <azionari globali nazionali>). Pur con tutte le cautele da osservare in materia di analisi statistica l'approccio proposto, analizzando separatamente le diverse componenti della performance si propone di individuare quei gestori e quelle modalita' di gestione che si dimostrano piu' professionali e piu' utili ai loro clienti.

Questa settimana <Non solo performance> prende il posto del tabellone generale <I fondi comuni a confronto>, che sara' pubblicato con i relativi aggiornamenti domenica prossima.

TABELLA-01
 GUIDA AI FONDI PIU' REDDITIZI E MENO RISCHIOSI

```

=====
INDICI
-----
Class. Nome fondo Mesi di Valutaz. Selezione Class.
analisi globale titoli (%)
=====
AZIONARI ITALIA
-----
1 Arca azioni Italia 30 0,795 1,372 (1)
2 Profess. gest. Italia 28 0,688 0,998 (3)
3 Lagest az. Italia 60 0,564 0,906 (4)
4 Imi Italy 39 0,547 1,200 (2)
5 Ing sviluppo Asia 60 0,131 0,000 (__)
-----
Fondi Analizzati: 9; Fondi con indice globale maggiore di zero: 6;
Fondi con indice globale pari a zero: 3; Fondi con indice globale
negativo: 0.
-----
AZIONARI GLOBALI INTERNAZIONALI
-----
1 Prime global 36 0,301 0,908 (1)
2 Profess. internaz. 60 0,021 0,350 (2)
3 Lagest Az internaz. 42 0,000 0,000 (__)
4 Genercomit intern. 46 0,000 0,000 (__)
5 Geode 26 0,000 0,000 (__)
-----
Fondi Analizzati: 31; Fondi con indice globale maggiore di zero: 2;
Fondi con indice globale pari a zero: 21; Fondi con indice globale
negativo: 8.
-----
AZIONARI INTERNAZIONALI EUROPA
-----
1 Investimese 41 0,421 0,000 (__)
2 Prime Mediterraneo 36 0,347 0,859 (1)
3 Zetaswiss 39 0,334 0,000 (__)
4 Prime Merrill Euro 60 0,324 0,370 (3)

```

5 Europa 2000 60 0,222 0,000 (_)

Fondi Analizzati: 11; Fondi con indice globale maggiore di zero: 6;
Fondi con indice globale pari a zero: 5; Fondi con indice globale
negativo: 0.

AZIONARI INTERNAZIONALI AMERICA

1 Adriatic America F 43 0,337 0,695 (2)
2 Investire America 34 0,322 1,151 (1)
3 Cristoforo Colombo 60 0,279 0,368 (3)
4 Imi West 39 0,000 0,000 (_)
5 Genercomit Nordam. 46 0,000 0,000 (_)

Fondi Analizzati: 6; Fondi con indice globale maggiore di zero: 3;
Fondi con indice globale pari a zero: 2; Fondi con indice globale
negativo: 1.

AZIONARI INTERNAZIONALI PACIFICO

1 Imi East 39 0,000 0,000 (_)
2 Prime Merrill Pacifico 60 0,000 0,000 (_)
3 Investire Pacifico 34 0,000 0,000 (_)
4 Adriatic Far East 43 0,000 0,000 (_)

Fondi Analizzati: 4; Fondi con indice globale maggiore di zero: 0;
Fondi con indice globale pari a zero: 4; Fondi con indice globale
negativo: 0.

BILANCIATI ITALIANI

1 Profess. Risparmio 42 0,642 1,186 (1)
2 Quadrifoglio bilanc. 34 0,374 0,422 (15)
3 Giallo 60 0,372 0,327 (22)
4 Bn Sicurvita 60 0,348 0,549 (9)
5 Grifocapital 60 0,316 0,457 (14)

Fondi Analizzati: 46; Fondi con indice globale maggiore di zero:
27;
Fondi con indice globale pari a zero: 11; Fondi con indice globale
negativo: 8.

=====

INDICI

Class. Nome fondo Timing Class. Divers. Class. Patrim.
(%) (%) (in mld)

=====

AZIONARI ITALIA

1 Arca azioni Italia 0,000 (_) 88,18 (7) 1.655,4
2 Profess. gest. Italia 0,000 (_) 94,19 (2) 837,4
3 Lagest az. Italia 0,000 (_) 87,70 (8) 2.243,1
4 Imi Italy 0,000 (_) 82,25 (9) 1.749,8
5 Ing sviluppo Asia 0,142 (1) 97,78 (1) 54,0

Fondi Analizzati: 9; Fondi con indice globale maggiore di zero: 6;
Fondi con indice globale pari a zero: 3; Fondi con indice globale
negativo: 0.

AZIONARI GLOBALI INTERNAZIONALI

1 Prime global -0,452 (30) 84,65 (5) 718,0
2 Profess. internaz. -0,319 (25) 78,14 (14) 248,6
3 Ligest Az internaz. 0,000 () 91,96 (2) 537,0
4 Genercomit intern. 0,000 () 89,56 (3) 248,1
5 Geode 0,000 () 83,40 (6) 152,1

Fondi Analizzati: 31; Fondi con indice globale maggiore di zero: 2;
Fondi con indice globale pari a zero: 21; Fondi con indice globale
negativo: 8.

AZIONARI INTERNAZIONALI EUROPA

1 Investimese 0,579 (2) 86,13 (5) 145,4
2 Prime Mediterraneo 0,000 () 56,59 (10) 42,0
3 Zetaswiss 0,872 (1) 64,91 (9) 36,1
4 Prime Merrill Euro 0,000 () 92,68 (2) 257,0
5 Europa 2000 0,453 (3) 54,02 (11) 494,0

Fondi Analizzati: 11; Fondi con indice globale maggiore di zero: 6;
Fondi con indice globale pari a zero: 5; Fondi con indice globale
negativo: 0.

AZIONARI INTERNAZIONALI AMERICA

1 Adriatic America F 0,000 () 78,33 (6) 265,0
2 Investire America -0,596 (6) 80,22 (5) 101,0
3 Cristoforo Colombo 0,000 () 88,60 (4) 219,0
4 Imi West 0,000 () 90,42 (2) 601,6
5 Genercomit Nordam. 0,000 () 88,99 (3) 128,7

Fondi Analizzati: 6; Fondi con indice globale maggiore di zero: 3;
Fondi con indice globale pari a zero: 2; Fondi con indice globale
negativo: 1.

AZIONARI INTERNAZIONALI PACIFICO

1 Imi East 0,000 () 92,22 (1) 2.366,9
2 Prime Merrill Pacifico 0,000 () 80,04 (2) 507,0
3 Investire Pacifico 0,000 () 79,07 (3) 150,0
4 Adriatic Far East 0,000 () 78,17 (4) 380,0

Fondi Analizzati: 4; Fondi con indice globale maggiore di zero: 0;
Fondi con indice globale pari a zero: 4; Fondi con indice globale
negativo: 0.

BILANCIATI ITALIANI

1 Profess. Risparmio 0,000 () 86,59 (24) 304,5
2 Quadrifoglio bilanc. 0,000 () 85,59 (26) 59,9
3 Giallo 0,000 () 93,06 (6) 165,2
4 Bn Sicurvita 0,000 () 66,92 (44) 68,4
5 Grifocapital 0,000 () 75,45 (38) 249,6

Fondi Analizzati: 46; Fondi con indice globale maggiore di zero:
27;
Fondi con indice globale pari a zero: 11; Fondi con indice globale
negativo: 8.

=====

INDICI

Class. Nome fondo Mesi di Valutaz. Selezione Class.
analisi globale titoli (%)

=====

BILANCIATI INTERNAZIONALI

1 Nordmix 60 0,000 0,000 (_)
2 Investire Globale 34 0,000 0,000 (_)
3 Arca Te 60 0,000 0,000 (_)
4 Armonia 26 0,000 0,000 (_)
5 Gesticredit Finanza 60 0,000 0,000 (_)

Fondi Analizzati: 9; Fondi con indice globale maggiore di zero: 0;
Fondi con indice globale pari a zero: 8; Fondi con indice globale
negativo: 1.

OBBLIGAZIONARI GLOBALI NAZIONALI

1 Money Time 47 0,000 0,000 (_)
2 Fondinvest 1 60 0,000 0,000 (_)
3 Eptabond 60 0,000 0,000 (_)
4 Centrale Reddito 60 -0,301 -0,158 (6)
5 Genercomit Rendita 60 -0,314 -0,270 (_)

Fondi Analizzati: 28; Fondi con indice globale maggiore di zero: 0;
Fondi con indice globale pari a zero: 3; Fondi con indice globale
negativo: 25.

OBBLIGAZIONARI PURI NAZIONALI

1 Giardino 29 0,469 0,333 (1)
2 Carifondo Ala 60 0,000 0,000 (_)
3 Gestielle Liquid. 43 0,000 0,000 (_)
4 Euromoney 51 0,000 0,000 (_)
5 Eptamoney 60 0,000 0,000 (_)

Fondi Analizzati: 26; Fondi con indice globale maggiore di zero: 1;
Fondi con indice globale pari a zero: 7; Fondi con indice globale
negativo: 18.

OBBLIGAZIONARI PURI ITALIA

1 Lagest obbl. Italia 60 0,000 0,000 (_)
2 Profess. Redd. Italia 60 0,000 0,000 (_)
3 Ct Rendita 60 -0,801 -0,151 (3)
4 Risp. Italia Redd. 60 -0,843 -0,470 (6)
5 Cooprend 60 -0,884 -0,295 (4)

Fondi Analizzati: 6; Fondi con indice globale maggiore di zero: 0;
Fondi con indice globale pari a zero: 2; Fondi con indice globale
negativo: 4.

OBBLIGAZIONARI PURI MONETARI

1 Fondoforte 30 1,191 0,435 (2)
2 Sogesfit Contovivo 45 1,051 0,271 (4)
3 Rendiras 60 1,028 0,173 (7)
4 Euromobiliare Mone 28 0,978 0,491 (1)
5 Rolomoney 29 0,977 0,301 (3)

Fondi Analizzati: 14; Fondi con indice globale maggiore di zero: 9;
Fondi con indice globale pari a zero: 5; Fondi con indice globale
negativo: 0.

OBBLIGAZIONARI GLOBALI E PURI INTERNAZIONALI

1 Primebond 30 0,102 0,000 (_)
2 Fondicri Primary bond 24 0,000 0,000 (_)
3 Lagest obbl. intern. 30 0,000 0,000 (_)
4 Imibond 60 0,000 0,000 (_)
5 Oasi 29 0,000 0,000 (_)

Fondi Analizzati: 17; Fondi con indice globale maggiore di zero: 1;
Fondi con indice globale pari a zero: 8; Fondi con indice globale
negativo: 8.

=====

INDICI

Class. Nome fondo Timing Class. Divers. Class. Patrim.
(%) (%) (in mld)

=====

BILANCIATI INTERNAZIONALI

1 Nordmix 0,000 (_) 78,68 (1) 103,8
2 Investire Globale 0,000 (_) 77,03 (2) 67,0
3 Arca Te 0,000 (_) 70,76 (3) 1.049,7
4 Armonia 0,000 (_) 69,98 (4) 183,6
5 Gesticredit Finanza 0,000 (_) 66,05 (5) 162,0

Fondi Analizzati: 9; Fondi con indice globale maggiore di zero: 0;
Fondi con indice globale pari a zero: 8; Fondi con indice globale
negativo: 1.

OBBLIGAZIONARI GLOBALI NAZIONALI

1 Money Time 0,000 (_) 56,77 (22) 19,0
2 Fondinvest 1 0,000 (_) 39,24 (27) 853,0
3 Eptabond 0,000 (_) 37,18 (28) 315,6
4 Centrale Reddito 0,000 (_) 74,69 (14) 810,3
5 Genercomit Rendita 0,000 (_) 49,27 (25) 2.044,0

Fondi Analizzati: 28; Fondi con indice globale maggiore di zero: 0;
Fondi con indice globale pari a zero: 3; Fondi con indice globale
negativo: 25.

OBBLIGAZIONARI PURI NAZIONALI

1 Giardino 0,000 (23) 36,32 (23) 795,0
2 Carifondo Ala 0,000 (_) 61,62 (18) 1.318,6
3 Gestielle Liquid. 0,000 (_) 54,44 (20) 257,0
4 Euromoney 0,000 (_) 43,68 (21) 586,0
5 Eptamoney 0,000 (_) 40,52 (22) 300,5

Fondi Analizzati: 26; Fondi con indice globale maggiore di zero: 1;
Fondi con indice globale pari a zero: 7; Fondi con indice globale
negativo: 18.

OBBLIGAZIONARI PURI ITALIA

1 Lagest obbl. Italia 0,000 (_) 73,53 (5) 1.183,2
2 Profess. Redd. Italia 0,000 (_) 65,53 (6) 778,6
3 Ct Rendita 0,000 (_) 94,91 (1) 2.242,0
4 Risp. Italia Redd. 0,000 (_) 80,97 (4) 349,0
5 Cooprend 0,000 (_) 88,36 (3) 17,5

Fondi Analizzati: 6; Fondi con indice globale maggiore di zero: 0;
Fondi con indice globale pari a zero: 2; Fondi con indice globale
negativo: 4.

OBBLIGAZIONARI PURI MONETARI

1 Fondoforte 0,000 (_) 51,49 (13) 24,9
2 Sogesfit Contovivo 0,000 (_) 70,62 (7) 181,0
3 Rendiras 0,000 (_) 89,55 (1) 886,0
4 Euromobiliare Mone 0,000 (_) 36,93 (14) 76,0
5 Rolomoney 0,000 (_) 71,15 (6) 2.088,4

Fondi Analizzati: 14; Fondi con indice globale maggiore di zero: 9;
Fondi con indice globale pari a zero: 5; Fondi con indice globale
negativo: 0.

OBBLIGAZIONARI GLOBALI E PURI INTERNAZIONALI

1 Primebond 0,167 (_) 54,17 (13) 343,0
2 Fondicri Primary bond 0,000 (_) 82,44 (4) 132,2
3 Lagest obbl. intern. 0,000 (_) 80,63 (7) 1.283,0
4 Imibond 0,000 (_) 75,77 (8) 351,6
5 Oasi 0,000 (_) 71,49 (9) 610,0

Fondi Analizzati: 17; Fondi con indice globale maggiore di zero: 1;
Fondi con indice globale pari a zero: 8; Fondi con indice globale
negativo: 8.

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. Dalle analisi
preliminari sono esclusi i fondi che riportano una scarsa
correlazione (inferiore al 33%) tra l'andamento delle quote e
l'andamento del benchmark della propria categoria. 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 America); 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 Obbligazionari 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.

#