



L'81% dei gestori ha perso la sfida con i mercati

Reggono il confronto gli azionari specializzati su Piazza Affari e quelli sui bond a breve, male i bilanciati

Ancora una volta gli asset manager dimostrano di soffrire la ripresa della volatilità

Pagine a cura di
Gianfranco Ursino

■ Solo un fondo comune su cinque nel 2014 è riuscito a far meglio dei parametri di riferimento. Un po' pochi, se si pensa che attraverso il servizio di gestione il sottoscrittore

si attende di ottenere risultati superiori a quelli medi di mercato, anche perché in alternativa potrebbe pensare di orientarsi sulla replica passiva offerta dai meno dispendiosi Etf.

Secondo i dati emersi dalla consueta indagine annuale condotta da "Plus24" per verificare il valore aggiunto espresso dall'attività dei diversi *team* di gestione, lo scorso anno soltanto il 19% dei fondi comuni italiani ha battuto il *benchmark*, ovvero il parametro di riferimento scelto dalle stesse società per indicare su quali mercati il singolo fondo investe. Un dato deludente per gli asset manager, anche perché giunge dopo il biennio 2012-13 in cui i gestori avevano conseguito risultati record (45%) nella continua sfida contro con i mercati.

Come emerge dal grafico in alto, i risultati peggiori sono stati conseguiti dai gestori negli anni in cui la volatilità dei mercati è schizzata alle stelle (2008, 2009 e 2011), eviden-

ziando di avere difficoltà a estrarre valore (anche solo attenuando le perdite) quando i mercati scendono repentinamente. Mentre i risultati più lusinghieri sono stati ottenuti quando sui mercati è arrivata la quiete dopo la tempesta, con la volatilità che è ritornata su valori più calmierati sulla scia della ripresa dei mercati. Di fatto quando il mercato è in tendenza, ovvero è impostato al rialzo come nel 2009, i gestori hanno l'opportunità di aumentare il rischio di portafoglio, inserendo per esempio titoli con *Beta* elevato (che in genere si muovono più che proporzionalmente alle variazioni del mercato), indipendentemente dalla creazione di *Alfa*, ovvero della capacità del gestore di generare valore aggiunto attraverso la selezione dei titoli. Per il gestore in questi casi è quindi più semplice battere il *benchmark*.

Nell'ultimo anno, invece, il mercato è stato più difficile da interpre-

tare. Per i gestori era fondamentale gestire in modo proattivo il portafoglio, cercando anche di indovinare le ripetute svolte segnate da diverse asset class nel corso del 2014, in particolare modo sui listini azionari. Un anno che alla fine ha visto chiudere in profondo rosso in generale il segmento di mercato delle materie prime e dei titoli energetici, mentre tra le Borse quelle di Russia, Portogallo e Brasile. Tra i migliori, invece, i mercati azionari dell'India, Thailandia, Turchia, Usa, le utility e il settore biotecnologico.

Su un totale di oltre 8 mila fondi a disposizione degli investitori italiani, ormai solo 900 sono di diritto italiano. Di questi oltre 500 sono fondi flessibili. L'obbligo di confronto con il *benchmark* rimane quindi per circa 400 prodotti. Esaminando i risultati più nel dettaglio, nel 2014 emerge una maggiore qualità da parte dei gestori specializzati sul reddito fisso a breve termine (il 40% ha battuto il *benchmark*) e monetari (37%). Tra gli azionari, invece, i gestori dimostrano ancora una volta di saper giocare meglio in casa: la percentuale più alta (35%) di

gestori che battono il *benchmark* è stata conseguita dai fondi specializzati sui titoli quotati a Piazza Affari. In negativo, infine, emergono soprattutto i risultati conseguiti dai fondi bilanciati, dove su 45 prodotti esaminati solo un fondo (Alpi Bilanciato Obbligazionario Corporate) è riuscito a oltrepassare l'asticella del *benchmark*.

Naturalmente occorre anche prestare attenzione al parametro di confronto con il quale il gestore sceglie di misurarsi. Sebbene la norma preveda di scegliere indici in grado di rappresentare con precisione le caratteristiche dell'investimento, in modo da agevolare il risparmiatore nella scelta del fondo con il profilo rischio/rendimento desiderato, ogni gestore può scegliere di comporre *benchmark* molto diversi anche all'interno della medesima categoria di investimento.

Come emerge dalla tabella a lato, il fondo Ubi Pramerica Obbligazioni Globali Alto Rendimento con una *performance* assoluta del +2,3% risulta il "miglior" fondo rispetto al *benchmark* nel 2014, mentre il peggiore è il fondo Pioneer Obbliga-

zionario Globale High Yield, pur conseguendo un rendimento assoluto positivo dell'11,38%. La particolarità risiede nella scelta dei gestori di confrontarsi con differenti parametri di riferimento: il *benchmark* del fondo Ubi è "100% Barclays Capital Global High Yield Hedged Index", mentre per il fondo Pioneer è "100% BofA Merrill Lynch Global High Yield and Emerging Markets Plus".

Nell'analisi dei fondi è importante quindi non fermarsi in superficie, ossia alla classificazione scelta dal gestore e alle statistiche generali, ma guardare *ex ante* dove il gestore dichiara di voler investire (anche attraverso il *benchmark*) e verificare *ex post* quali titoli inserisce effettivamente nei portafogli. In questo caso il raffronto della *performance* del fondo con quella del suo *benchmark* può essere utilizzato come valore segnalatico per far scattare l'allarme e approfondire l'analisi. In ogni caso è bene cercare di selezionare il gestore che riesce a sovraperformare il *benchmark* costantemente: ma non è facile trovarlo.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

LA PAROLA CHIAVE

Indice Vix

Il Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index (Vix) è l'indicatore più utilizzato dagli addetti ai lavori per misurare la volatilità dei mercati, cioè il grado di oscillazione dei prezzi nel tempo. Il Vix segnala la "velocità" implicita (cioè futura per successivi 30 giorni) dell'S&P 500 di Wall Street e, di riflesso, di tutti i mercati finanziari. In particolare si tratta di un paniere ponderato di opzioni, ovvero contratti derivati che danno il diritto, a chi li acquista pagando un "premio", di comprare o vendere una certa azione a un determinato prezzo a una certa data. Se il mercato è stabile il premio delle opzioni rimane basso. Se i premi crescono significa che il mercato si attende forti oscillazioni.

Il Vix è una sorta di termometro della "paura dei mercati". Tutte le volte che ci sono stati dei forti scossoni l'indice ha registrato impennate. I massimi storici sono stati toccati dal Vix a ottobre 2008 nel pieno della tempesta che travolse i mercati di tutto il mondo a seguito del crack di Lehman Brothers. Un'altra forte impennata è stata registrata in coincidenza con la crisi dei debiti sovrani dell'Eurozona nell'autunno 2011, quando i mercati presero di mira l'Italia portando lo spread BTP-Bund alla quota record di 575 punti.

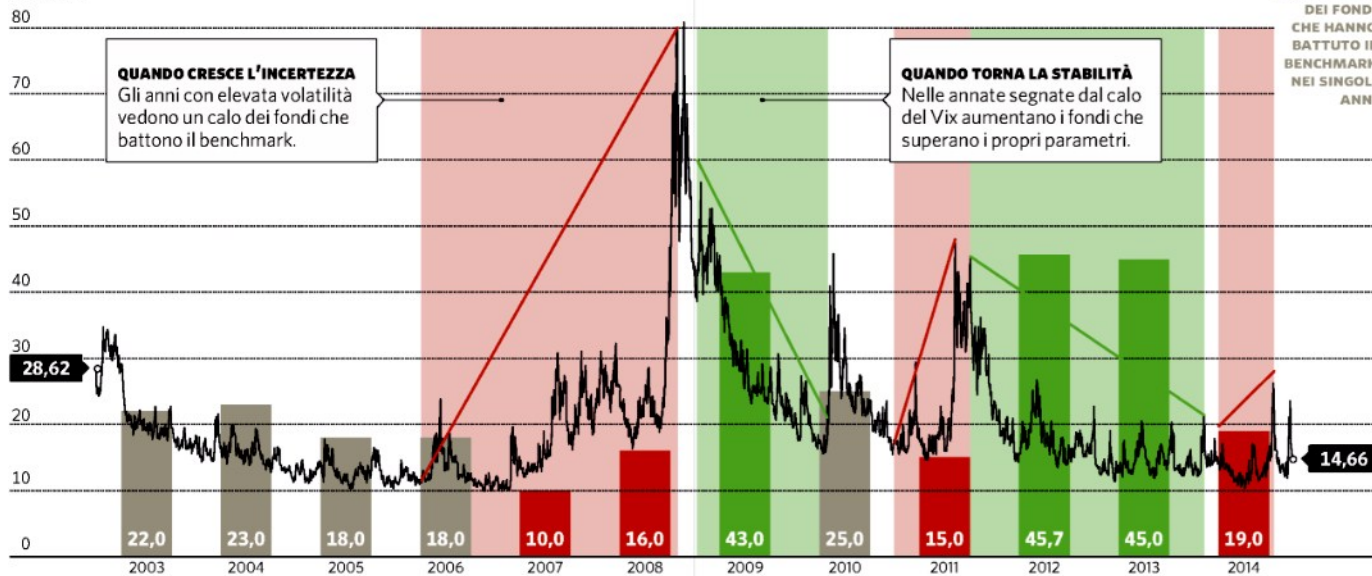
I risultati dei gestori e le tendenze delle Borse

SU E GIÙ CON LA VOLATILITÀ

Andamento dell'indice Vix, rappresentativo della volatilità dell'S&P500 e più in generale hanno offerto rendimenti annuali superiori a quelli dei loro rispettivi benchmark, ovvero

dei listini azionari, a raffronto con la percentuale dei gestori di fondi comuni italiani che dei parametri dei mercati di riferimento dove il gestore dichiara di investire

INDICE VIX



I PIÙ DISTANTI DAL BENCHMARK

Confronto tra le performance 2014 dei fondi comuni italiani e quelle del parametro

di riferimento indicato dal gestore.

CATEGORIA	N° FONDI	BATTONO IL BENCHMARK IN %	MIGLIORI			PEGGIORI		
			MIGLIOR FONDO DI CATEGORIA RISPETTO AL BENCHMARK	VAR. % 1 ANNO	DELTA BENCHMARK (*)	PEGGIOR FONDO DI CATEGORIA RISPETTO AL BENCHMARK	VAR. % 1 ANNO	DELTA BENCHMARK (*)
Azionari Italia	25	35	Fideuram Italia	8,23	3,05	Symp. Selez. Italia	-1,47	-9,11
Azionari Area Euro	8	25	Epsilon QEquity	6,22	1,94	Alto Azionario	-1,02	-7,16
Azionari Europa	28	14	Epsilon QValue	10,29	3,91	Bnl Azioni Europa Div	2,81	-7,17
Azionari America	20	15	Symp. Azionario Usa	16,97	3,71	UBI Pram. Azioni Usa	20,8	-8,38
Azionari Pacifico	18	22	AcomeA Asia Pac. A2	12,63	2,43	Allianz Az. Pacifico	7,55	-5,24
Azionari Paesi Emergenti	16	19	Allianz Az Paesi Emer	12,44	2,45	AcomeA Paesi Em. A1	0,77	-13,73
Azionari Internazionali	21	16	Etica Azionario I	20,08	1,39	Alto Internaz. Az.	2,39	-17,27
Bilanciati Azionari	7	0	Ubi Pram. Port. Aggress.	12,8	-0,5	Anima Cap. Più 70 N	12,2	-4,98
Bilanciati Bilanciati	22	0	Ubi Pram. Gl. Multif. 50	10,6	-0,7	Alto Bilanciato	2,41	-14,38
Bilanciati Obbligazionari	16	6	Alpi Bilanciato	6,83	6,75	Allianz Multi20	10,32	-4,14
Obbl. Euro Gov. B.Termin	37	40	Amundi Obblig. Br.Ter. C	4,89	1,92	Pion. Eur Gov BT A	-0,12	-1,37
Obbl. Euro Gov. M/L Termin	26	8	Anima Obbl.Euro F	7,89	1,92	AcomeA Eurobb. A1	3,07	-9,7
Obbl. Euro Corp.Invest.Grade	13	15	Anima Obb. Corp. F	9,71	3,24	Ubi Pram. Euro Corp.	5,16	-2,82
Obbl. Euro High Yield	6	17	Eurizon Obbl. Euro HY	5,43	0,46	Anima Ob Hi Yield A	2,27	-3,18
Obbl. Inter. Governativi	11	36	Anima Fix Obbl. Glob Y	13,5	1,9	Alto Internaz. Obbl.	5,5	-6,7
Obbl. Inter. High Yield	2	0	Ubi Pra. Ob. Gl. Alto Ren.	2,3	-1,0	Pioneer Ob. Glo HY Dis A	11,38	-1,61
Obbl. Paesi Emergenti	10	20	Nordfon. Ob.Paesi Em C	15,21	1,08	Anima Obb. Emerg A	1,61	-5,04
Obbl. Altre Specializzazioni	26	31	Alpi Bond	2,3	2,2	Anima Fix Emerg. A	0,71	-5,94
Obbl. Misti	20	11	Eurizon Rendita D	2,28	1,02	Alleanza Obbligaz.	5,83	-8,07
Obbl. Italia	8	0	Eurizon Obbl. Ita BT B	1,6	-0,1	Anima Tricolore A	12,95	-2,24
Monetario Area Euro	19	37	AcomeA Liquidità A1	1,0	0,7	Fideuram Moneta	-0,1	-0,7
Totale	372	19						

NOTE: dati al 23 dicembre 2014 - l'analisi ha preso in considerazione i fondi di diritto italiano con almeno un anno di vita e che non hanno cambiato politica di gestione nel 2014; sono esclusi i 518 fondi flessibili e obbligazionari flessibili che per la loro filosofia di gestione non hanno l'obbligo di indicare un benchmark; in tabella non sono rappresentate le categorie con un unico fondo

*: differenza tra la performance del fondo a un anno e quella del suo benchmark
 FONTE: Ufficio Studi del Sole 24 Ore su dati forniti dalle società

L'IDENTIKIT DEL BENCHMARK

1

Data di nascita

Ufficialmente l'obbligo di indicare un *benchmark* sui prospetti informativi dei fondi comuni (sancito dal regolamento Consob 11522 del 1998) è scattato il primo luglio 2000. Un obbligo che in realtà per i fondi di nuova costituzione era già entrato in vigore nel 1999 e che molte Sgr avevano già introdotto spontaneamente anche sui fondi preesistenti sulla scia della *moral suasion* di Assogestioni che all'epoca era favorevole all'introduzione del parametro di riferimento.

2

Impulso primordiale

Una spinta che prendeva le mosse da un orientamento partito dalla Consob e dalla consapevolezza manifestata pubblicamente dall'associazione dei gestori di prevedere nuovi standard di misurazione delle *performance* mutate dall'esperienza dell'Association for investment management research (Aimr) statunitense. I fondi italiani sono stati i primi in Europa a offrire questo strumento di valutazione ai sottoscrittori e ancora oggi l'obbligo vale solo per i prodotti di diritto italiano e non per quelli domiciliati in Europa.

3

Ruoli e funzioni

Il *benchmark* è un indice o un insieme di indici di mercato, che serve in primo luogo a comunicare *ex ante* al risparmiatore la rischiosità del mercato in cui il fondo investe. Attraverso tale indice infatti il risparmiatore è in grado di comprendere il rischio insito nel fondo, al fine di valutare se questo sia o meno in linea con la propria propensione al rischio. Inoltre il *benchmark* consente di valutare *ex post* i risultati del fondo e la qualità della gestione.

4

La retromarcia dei gestori

L'atteggiamento di Assogestioni nei confronti del *benchmark* è mutato nei confronti del *benchmark*. Dopo averlo accolto a braccia aperte, i gestori hanno via via manifestato tutte le loro perplessità partendo dalla considerazione che il *benchmark* rimane sempre un portafoglio virtuale e, quindi, il confronto non avviene tra due gestioni di portafoglio effettivamente alternative: il fondo sostiene costi che il *benchmark* non ha e per questo non può essere utilizzato nella valutazione della qualità della gestione. Nel lanciare nuovi prodotti negli ultimi anni i gestori hanno domiciliato i fondi all'estero oppure hanno auto-classificato quasi tutti i fondi italiani tra i flessibili, anche perché in entrambi i casi non è previsto l'obbligo di confrontarsi con un *benchmark*.