

A cura di  
Paolo Antonio Cucurachi



6

SDA Bocconi

Area Intermediazione  
Finanziaria e Assicurazioni

## Risparmio gestito

# La valutazione e la selezione dei gestori

L'apertura delle principali reti di promozione finanziaria alla logica della distribuzione multimarca consente di mettere in evidenza due aspetti cruciali della catena del valore dell'industria del risparmio gestito. In primo luogo, l'outsourcing della gestione finanziaria non è in contrasto con il vincolo del monomandato previsto dalla normativa italiana; in secondo luogo l'indipendenza e la disponibilità di prodotti di terzi costituisce sempre di più un punto di forza della value proposition dei canali di vendita.

Il rafforzamento di queste due linee di tendenza conduce a un paradosso nel quale la focalizzazione sulla capacità di gestione della relazione della clientela piuttosto che sull'eccellenza dei prodotti distribuiti riduce l'importanza della produzione per restituire centralità alla distribuzione. In altri termini in una situazione in cui tutte le reti di vendita concludessero accordi con le medesime case di gestione (è una ipotesi non troppo lontana dalla situazione che si osserva nel panorama italiano) non potrebbe essere la gamma di offerta a differenziare il servizio offerto alla clientela, quanto piuttosto l'approccio commerciale

utilizzato nella fase di erogazione del servizio.

Una fase cruciale dell'approccio alla vendita è rappresentata dalla selezione del gestore cui affidare l'investimento nei comparti d'investimento selezionati in sede di asset allocation strategica e tattica e che, nella logica del servizio alla clientela sopra citato, non può essere influenzata dalle logiche di retrocessione e dagli accordi di reciprocità delle società di gestione.

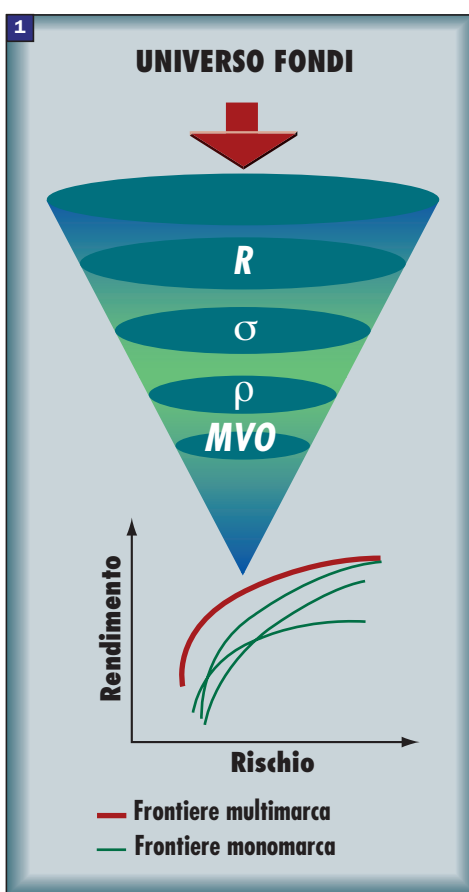
L'obiettivo del presente contributo è quello di ribadire l'importanza che per una rete di promotori riveste la possibilità di poter disporre di un'ampia gamma di veicoli di investimento caratterizzati da stili e approcci gestionali differenti, senza tuttavia mitizzare il contributo che la selezione dei gestori può offrire alla performance del portafoglio. La selezione dei gestori, infatti, non è in grado di sanare eventuali errori commessi in sede di asset allocation strategica ma al contrario si propone di fornire degli stru-

menti che consentano di realizzare una sovraperformance rispetto al benchmark nella consapevolezza che la stessa è generata dall'assunzione di una certa dose di rischio attivo e non dall'allontanamento dalla composizione di portafoglio strategico.

### La costruzione di un portafoglio multimanager: bottom up versus top down

Il ricorso a una pluralità di case di gestione nella costruzione di un portafoglio viene spesso considerato un *free-lunch* che deve necessariamente portare a risultati migliorativi rispetto a quelli realizzabili facendo ricorso a una sola società di gestione. Questa convinzione è spesso supportata da verifiche empiriche finalizzate a dimostrare che la stessa società di gestione difficilmente si colloca ai primi posti delle classifiche relative ai diversi comparti di investimento e che pertanto soltanto il *fund picking* tra più case di gestione consentirebbe di investire nei migliori fondi. Un errore che frequentemente viene commesso sulla base di tali evidenze empiriche è quello di giungere alla costruzione del portafoglio seguendo un approccio di tipo bottom up (vedere tabella 1), definendo rendimento, rischi e correlazioni dei fondi

### L'APPROCCIO DI OTTIMIZZAZIONE BOTTOM UP



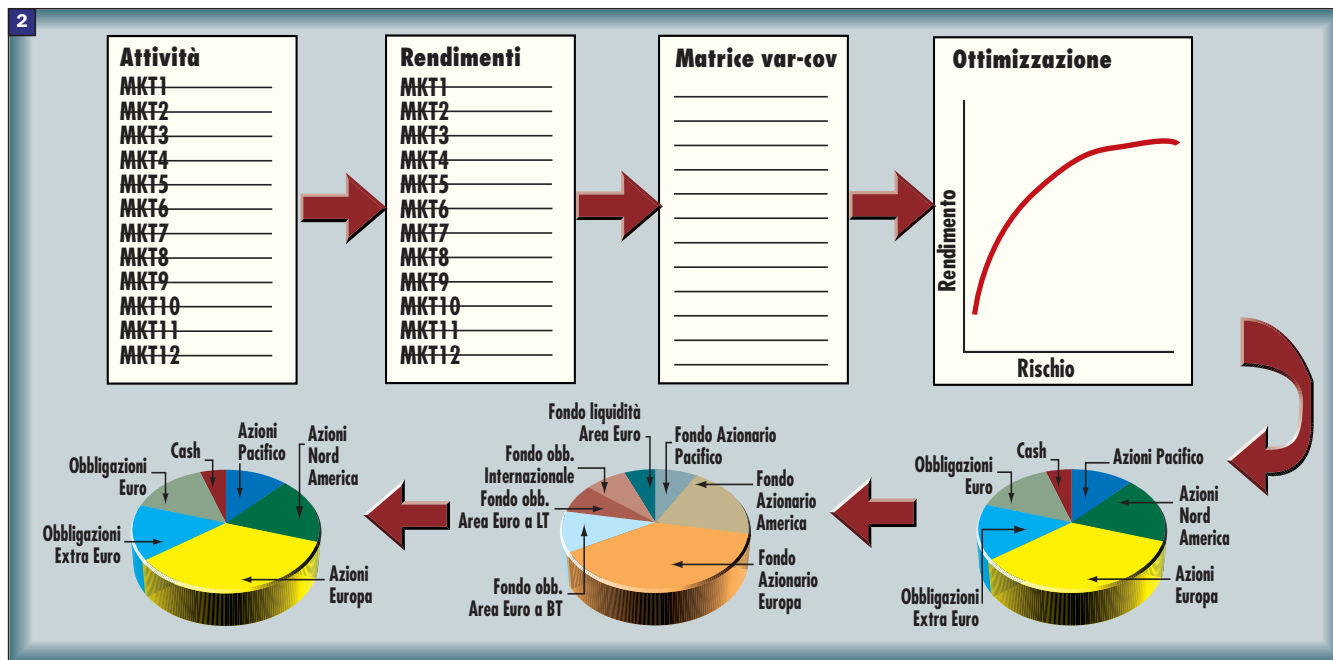
PARVEST

Sicav a comparti di diritto  
lussemburghese di

BNP PARIBAS  
ASSET MANAGEMENT

## Risparmio gestito

### L'APPROCCIO DI OTTIMIZZAZIONE TOP DOWN



comuni di investimento disponibili nella propria gamma di offerta ed effettuando una ottimizzazione alla Markowitz che identifica la composizione dei portafogli per i diversi profili di rischio.

La debolezza di tale approccio deriva dalla negazione di alcuni concetti fondamentali alla base della costruzione di un portafoglio, quali:

- il ruolo fondamentale dell'asset allocation strategica che invece, come noto, spiega la maggior parte (oltre il 90% secondo Brinson) della performance del portafoglio;
- la numerosità e la forte instabilità degli input di rendimento, rischio e correlazione dei fondi di investimento la cui stima deriva spesso dai dati storici;
- la subottimalità implicita delle gestioni monomarca che ex post sono necessariamente dominate da una gestione multimarca;

● l'ambiguità del concetto di efficienza del gestore che ai fini della costruzione di un portafoglio dovrebbe essere valutato in termini relativi rispetto a un benchmark e non in termini assoluti.

Il percorso di costruzione di un portafoglio dovrebbe invece essere top down, ossia partire dalla scelta delle asset class che si desidera siano presenti all'interno dell'asset allocation, stimare gli input dell'ottimizzazione

media-varianza e selezionare i fondi comuni ritenuti più adatti per coprire i comparti di investimento presenti nel portafoglio selezionato (vedere tabella 2).

Ne discende che il ricorso a più case di gestione non agisce di norma sulla struttura della frontiera efficiente, quanto piuttosto sulle modalità di implementazione dei portafogli che si collocano sulla stessa che dovrebbe avvenire senza alternarne la

### L'offerta di prodotti di più case di gestione può migliorare l'efficienza dei portafogli ma non deve essere mitizzata

(rendimenti, rischi e correlazioni) secondo una logica previsionale, procedere a un'ottimizzazione che riduca le distorsioni del modello

composizione ma aumentandone l'efficienza mediante un mix di active return-active risk coerente con le caratteristiche dell'investitore.

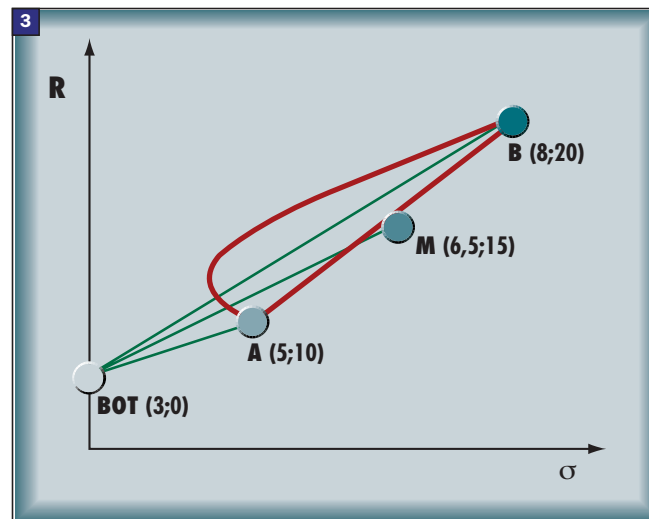
### Il risk budgeting: la gestione del trade off active return - active risk

La moderna teoria di portafoglio offre una soluzione al problema del trade off rendimento-rischio ipotizzando che ogni investitore abbia una determinata propensione al rischio misurabile mediante una funzione di utilità in grado di quantificare quanti *basis points* di rendimento sono necessari per indurlo ad aumentare la rischiosità del portafoglio. Quale significato assume in questa prospettiva il trade off tra active return e active risk? Proviamo a rispondere a questa domanda cercando di capire quali considerazioni dovrebbero guidare la selezione del gestore cui delegare l'investimento su una determinata asset class. La prima scelta da adottare è quella tra gestione passiva e gestione attiva, intendendosi con la prima una filosofia di gestione

## Risparmio gestito

(propria dei fondi indicizzati e degli Etf) finalizzata alla costruzione di un portafoglio che consenta di replicare l'andamento del mercato di riferimento e con la seconda una politica gestionale orientata a sovraperformare il mercato mediante l'attività di stock picking e di market timing del gestore. È di tutta evidenza che la scelta della gestione attiva è giustificata dall'aspettativa di ottenere un rendimento superiore a quello del mercato che sia in grado di compensare i maggiori costi e di remunerare l'active risk che la stessa implica. Il maggior costo e la maggior incertezza impliciti nella gestione attiva dovrebbero di conseguenza far preferire uno stile di gestione passivo in tutte le circostanze in cui si ritenga che le probabilità di realizzare un rendimento differenziale positivo (active

### LA SELEZIONE DEI FONDI: UN ESEMPIO DELL'INADEGUATEZZA DELL'INDICE DI SHARPE



return) siano basse a causa dell'elevato livello di efficienza dei mercati e/o dell'abilità dei gestori disponibili. Se si condividono queste considerazioni è evidente che il metro di giudi-

zio per poter esprimere una valutazione dei gestori utile ai fini della costruzione di un portafoglio multimanager deve essere fondato su una misura di active

return, spiazzando numerose misure di rendimento corrette per il rischio spesso utilizzate per stilare le classifiche dei gestori. Si consideri a titolo esemplificativo la prima e principale misura di rendimento corretto per il rischio. L'indice di Sharpe - un ragionamento analogo potrebbe essere ripetuto per altre misure quali l'indice di Modigliani, l'indice di Sortino, l'indice di Treynor, etc. - come noto consente di esprimere un giudizio sulla capacità del gestore di remunerare il rischio assunto (espresso in termini di volatilità) prendendo come parametro di riferimento il rendimento dell'attività priva di rischio. In formule:

$$\text{Indice di Sharpe} = \frac{R_P - R_{Rf}}{\sigma_P}$$

## Le principali misure di rendimento corrette per il rischio

### L'indice di Modigliani

È una misura di rendimento corretto per il rischio assimilabile all'indice di Sharpe in quanto considera la medesima misura di rischio (la deviazione standard dei rendimenti). La quantificazione dell'indice di Modigliani presuppone l'esplorazione di un benchmark in quanto esprime il rendimento che il fondo avrebbe realizzato se avesse avuto una volatilità analoga a quella del parametro di riferimento. In formule l'indice di Modigliani (detto anche  $R_{ap}$  o  $M$ ) è pari a:

$$R_{ap} = R_{Rf} + (R_P - R_{Rf}) * \frac{\sigma_{Mkt}}{\sigma_P}$$

### L'indice di Sortino

È una misura di rendimento corretto per il rischio assimilabile all'indice di Sharpe. L'indice di Sortino considera co-

me misura di rischio ai fini della valutazione dell'efficienza del gestore il downside risk, ossia un indicatore di rischio che si focalizza sulla frequenza e sull'intensità con la quale un gestore ha performato peggio di un determinato parametro di riferimento normalmente rappresentato dall'attività priva di rischio. In formule:

$$\text{Indice di Sortino} = \frac{R_P - R_{T \text{ arg et}}}{DSR_P}$$

dove  $R_{T \text{ arg et}}$  rappresenta il rendimento soglia preso come riferimento per quantificare la frequenza e l'intensità del downside risk del fondo.

### L'indice di Treynor

È una misura di rendimento corretta per il rischio assimilabile all'indice di Sharpe. L'indice di Treynor considera co-

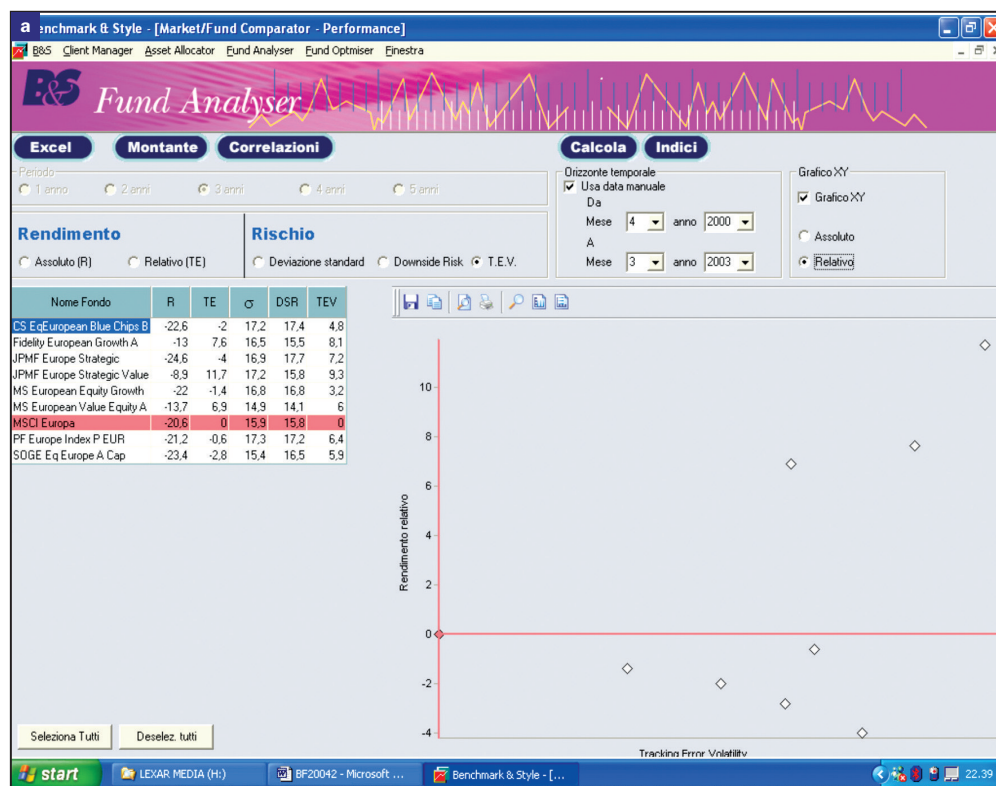
me misura di rischio ai fini della valutazione dell'efficienza del gestore il beta, ossia il rischio sistematico del fondo rispetto al benchmark. In formule:

$$\text{Indice di Treynor} = \frac{R_P - R_{Rf}}{\beta_P}$$

### L'information ratio

È una misura di rendimento corretta per il rischio assimilabile all'indice di Sharpe. L'information ratio considera come misura di rischio ai fini della valutazione dell'efficienza del gestore la tracking error volatility ossia il rischio attivo assunto dal fondo rispetto al benchmark.

$$\text{Information Ratio} = \frac{R_P - R_{Mkt}}{Tev}$$



dove  $R_p$  = rendimento del portafoglio,  $R_{R\phi}$  = rendimento dell'attività priva di rischio e  $\sigma_p$  = deviazione standard del portafoglio. Da un punto di vista grafico l'indice di Sharpe non è altro che il coefficiente angolare della retta che collega il rendimento dell'attività priva di rischio con la combinazione rendimento-rischio del fondo.

Un esempio può contribuire a chiarire per quale motivo lo stesso Sharpe reputi inadeguato l'utilizzo dell'omonimo indice ai fini della costruzione di un portafoglio multimanager. Si ipotizzi che, volendo investire nel mercato rappresentato dal parametro di riferimento (M), si debba scegliere tra il Fondo A e il Fondo B caratterizzati rispettivamente da un rendimento atteso del 5% e

dell'8% e da un rischio del 10% e del 20%. Ipotizzando un rendimento atteso dell'attività priva di rischio pari al 3% è possibile evidenziare come l'indice di Sharpe suggerirebbe di investire il 100% del proprio patrimonio nel Fondo B. È opportuno segnalare che questa scelta - ipotizzando che le aspettative siano valide - se da un lato consentirebbe di ottenere un rendimento differenziale positivo rispet-

to al benchmark, dall'altro lato altererebbe il profilo di rischio del portafoglio selezionato sulla frontiera efficiente. Inoltre rimuovendo l'ipotesi di investimento dell'intero patrimonio in un unico fondo, implicita in numerose misure di rendimento corretto per il rischio, è evidente che l'investimento nel fondo B continuerebbe a essere preferibile soltanto nell'ipotesi di correlazione perfettamente

positiva con il fondo A. In presenza di una correlazione inferiore a 1 si osserva, invece, come l'investimento nel solo fondo B sia da considerarsi subottimale essendo possibile ottenere, a parità di rischio, rendimenti superiori mediante un opportuno mix dei fondi A e B (vedere tabella 3).

La gestione del trade off tra active return ed active risk deve quindi prendere necessariamente le mosse dalla definizione di tali indicatori:

- l'active return esprime il rendimento differenziale rispetto a un benchmark ed è pari a  $\alpha^T \cdot \omega$ , dove  $\alpha$  è il vettore dei rendimenti differenziali dei fondi e  $\omega$  è il vettore dei pesi dei fondi;
- l'active risk esprime l'entità delle scommesse complessivamente assunte a livello di portafoglio ed è pari a  $\omega^T \Sigma \omega$ , dove  $\Sigma$  è la matrice varianza-covarianza degli active return e  $\omega$  è il vettore dei pesi dei fondi.

Ne consegue che la decisione con riferimento ai pesi da assegnare ai diversi fondi non può prescindere dalla quantificazione degli altri elementi richiamati nelle formule, ossia i rendimenti differenziali dei fondi ( $\alpha$ ) e la matrice varianza-covarianza degli stessi rendimenti differenziali ( $\Sigma$ ). L'ipotesi più frequente è quel-

| Nome fondo                      | Sharpe        | Sortino       | IR     | Modigliani   |
|---------------------------------|---------------|---------------|--------|--------------|
| Fidelity European Growth A EUR  | -0,06         | -0,076        | 1,239  | 1,873        |
| JPMF Europe Strategic Value A   | -0,068        | -0,086        | 1,118  | 1,724        |
| MS European Value Equity A \$   | -0,446        | -0,54         | 0,635  | -4,899       |
| JPMF Europe Strategic Growth A  | -0,507        | -0,613        | 0,14   | -5,983       |
| PF Europe Index P EUR           | -0,51         | -0,596        | 0,112  | -6,038       |
| <b>MSCI Europa</b>              | <b>-0,585</b> | <b>-0,705</b> | -      | <b>-7,35</b> |
| SOGE Eeq Europe A Cap EUR       | -0,621        | -0,712        | -0,074 | -7,991       |
| MS European Equity Growth A \$  | -0,649        | -0,774        | -0,658 | -8,466       |
| CS EeqEuropean Blue Chips B EUR | -0,652        | -0,764        | -0,691 | -8,507       |

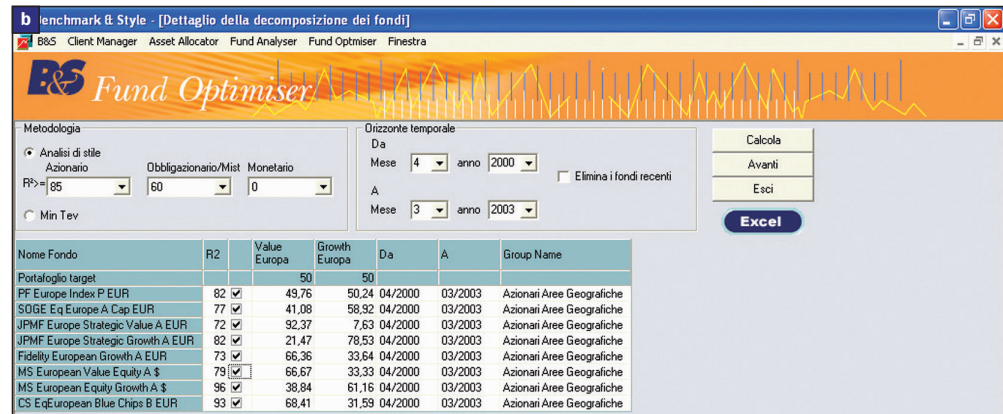


## Risparmio gestito

la di ipotizzare l'indipendenza (correlazione pari a zero) dei rendimenti differenziali dei diversi fondi, semplificando la struttura della matrice  $\Sigma$ , che si limiterà a riportare lungo la diagonale principale la Tev al quadrato.

La stima di questi parametri costituisce un passaggio obbligato per la costruzione disciplinata di un portafoglio multimanagers e non è pensabile che avvenga limitandosi alla banale analisi dei dati storici in quanto l'evidenza empirica ha dimostrato la bassa persistenza dell'abilità dei gestori.

I modelli di analisi più evoluti si propongono di valutare l'abilità dei gestori dopo averne preventivamente catturato lo stile di gestione (value versus growth, large versus small cap) e utilizzando benchmark appropriati per l'analisi della performance



che consentano di costruire un portafoglio di fondi attivi che grazie alla diversificazione di più stili di gestione e di più case di gestione permetta di ridurre l'active risk a livello di portafoglio.

**Un'applicazione relativa al mercato azionario Europa.** Si ipotizzi che una parte dell'asset allocation di un investitore sia destinata al

mercato azionario Europa e che il consulente finanziario possa distribuire i fondi delle seguenti case di gestione:

- Fidelity;
- JP Morgan
- Morgan Stanley
- Crédit Suisse
- Pictet
- Société Générale.

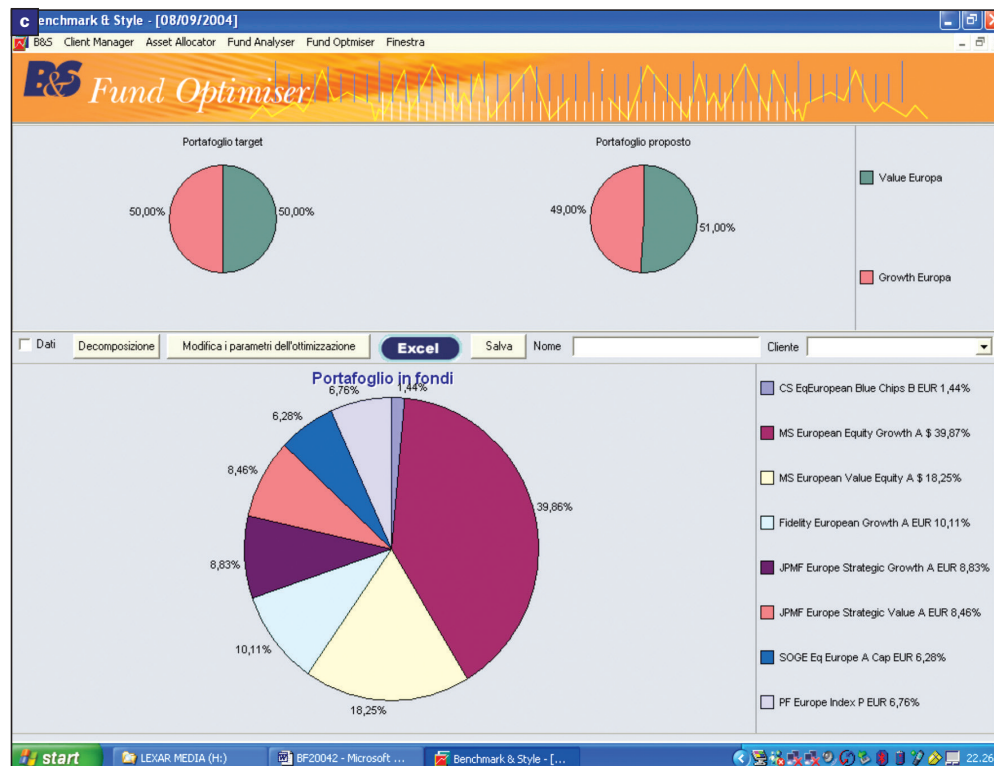
Alla data del 31 marzo del 2003, l'analisi dei fondi azionari Europa delle suddette ca-

se di gestione evidenziava una performance relativa rispetto al benchmark positiva in tre casi su otto (vedi figura a).

L'analisi dei fondi in oggetto condotta mediante le tradizionali misure di rendimento corrette per il rischio evidenzia invece un valore dell'indice di Sharpe (e di Modigliani) e dell'indice di Sortino dei fondi superiore a quello del benchmark in cinque casi su otto (vedi tabella pag. 45).

A prescindere dall'indicatore di rendimento o di rendimento corretto per il rischio utilizzato è possibile osservare che la denominazione dei fondi selezionati offre un primo indizio per cogliere il particolare stile di gestione seguito dal gestore. Mediante la style analysis (o alternativamente mediante l'analisi fondamentale) è possibile ricostruire la composizione del portafoglio rispetto ai due benchmark di stile che compongono il Msci Europa allo scopo di cogliere le caratteristiche del portafoglio dei fondi comuni e valutarne la performance rispetto a un opportuno benchmark di stile (vedi figura b).

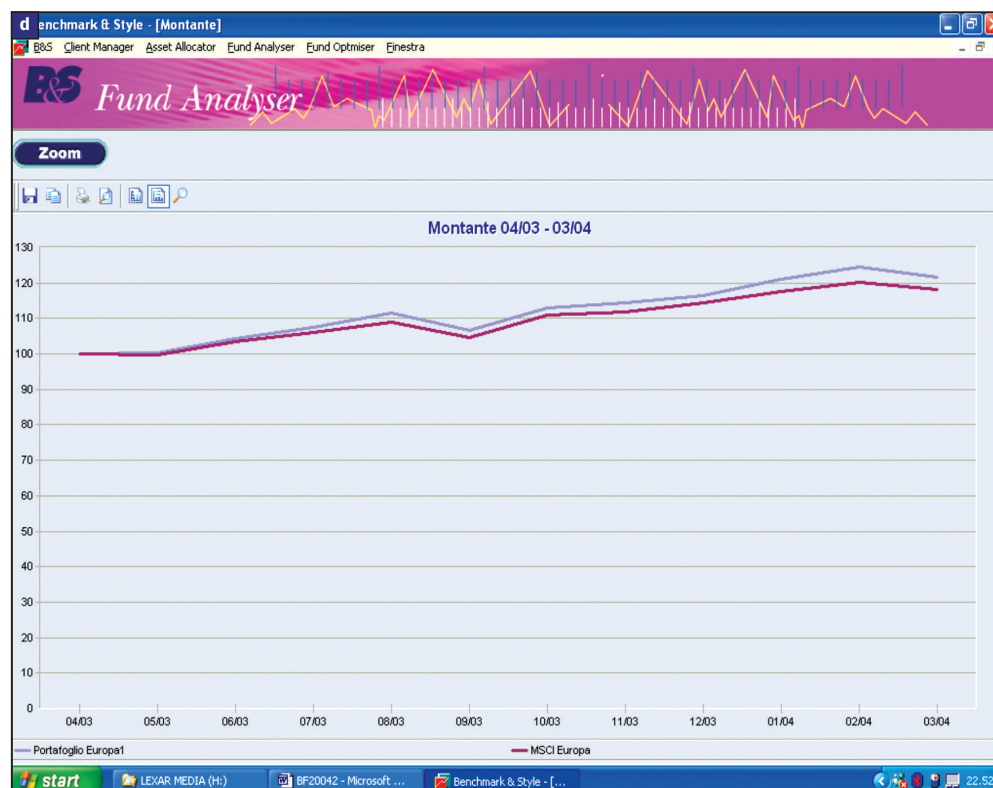
È interessante osservare che i tre veicoli di investimento che hanno realizzato una performance superiore



al benchmark presentano una composizione di portafoglio sbilanciata verso lo stile value (nonostante il nome di uno di essi) che è stato premiato nel periodo triennale di analisi (aprile 2000 - marzo 2003).

È evidente che la scelta esclusiva di questi fondi avrebbe introdotto una scommessa di stile non desiderata all'interno del portafoglio (nell'asset allocation si è detto che l'asset class prescelta era il Msci Europa) che non avrebbe messo al riparo da un eventuale andamento negativo dei titoli value rispetto a quelli growth. L'esempio consente di dimostrare che la conoscenza della composizione del portafoglio permette di affinare l'analisi della sovra/sotto performance rispetto al benchmark consentendo inoltre la costruzione di un portafoglio diversificato rispetto ai due stili di gestione value e growth (vedi figura c).

Il ricorso a questa ulteriore fonte di diversificazione consente di beneficiare dell'abilità del gestore a prescindere dalla congiuntura



che favorisce un particolare stile di gestione e di introdurre delle scommesse attive di portafoglio comunque finalizzate al rispetto della composizione del bench-

mark di riferimento. Nell'esempio effettuato l'informazione contenuta nell'analisi rispetto al benchmark di stile realizzata mediante l'utilizzo della style analysis

avrebbe consentito sul periodo aprile 2003 - marzo 2004 di realizzare una sovraperformance positiva rispetto all'azionario Europa (vedi figura d).

SDA Bocconi

## DIVISIONE INTERMEDIARI FINANZIARI, BANCHE E ASSICURAZIONI

### ■ COGER - CORSO DI PERFEZIONAMENTO PER CONSULENTI E GESTORI DI «RISPARMIO PRIVATO»

Il Corso di perfezionamento per Consulenti e Gestori di «risparmio privato» si rivolge a tutti coloro che intendono svolgere, o che già svolgono, attività di consulenza e/o assistenza alle scelte di investimento del risparmio da parte della clientela privata. Il corso si propone di offrire una visione completa e articolata delle conoscenze tecniche e delle competenze manageriali necessarie per operare con successo nel settore del «risparmio gestito». La recente evoluzione di questo settore, infatti, richiede figure professionali versatili, capaci da un lato di proporre un servizio di pianificazione globale sulle problematiche finanziarie, assicurative, previdenziali e fiscali e dall'altro di valutare e soddisfare i diversi e variegati bisogni della clientela.

Il corso è articolato in 14 moduli settimanali riguardanti, da un lato, le problematiche della scelta degli investimenti finanziari della gestione di portafogli mobiliari dei privati, dall'altro, i profili relazionali e comportamentali relativi ai rapporti con la clientela. €FPA™ (European Financial Planning Association) ha riconosciuto al COGER la conformità agli standard €FA™ in base alla quale i partecipanti al corso saranno ammessi all'esame per l'ottenimento della qualifica di European Financial Adviser™.

**gennaio-maggio 2005**

Per informazioni: SDA Bocconi - Via Bocconi, 8 - 20136 Milano (MI)  
Divisione Intermediari finanziari, Banche e Assicurazioni  
tel. +39.025836.6791/6793/6794 - fax +39.025836.6795 - e-mail: diba@sdabocconi.it