

## **Vizi e virtù del multimanager approach**

Paolo A. Cucurachi – SDA Bocconi

paoloantonio.cucurachi@uni-bocconi.it

---

### **Premessa**

Il dibattito sull'opportunità di ricorrere ad una pluralità di case di gestione nell'implementazione della strategia di investimento ha registrato un crescente interesse, non soltanto, in ambito accademico, ma anche, almeno limitatamente alla realtà nazionale, da parte degli operatori del settore, degli investitori e delle autorità di vigilanza. In realtà è opportuno segnalare che si tratta di una novità soltanto relativa in quanto gli investitori istituzionali hanno da sempre ripartito il proprio portafoglio tra più case di gestione, ben intuendo il rischio implicito nell'assegnazione di un mandato esclusivo ad un unico gestore caratterizzato da uno stile di gestione attivo. Diverso è il caso degli investitori privati<sup>1</sup> che rivolgendosi prevalentemente a distributori monomarca – sportelli bancari e promotori finanziari – hanno spesso concentrato il proprio portafoglio su un'unica casa di gestione.

I recenti dati pubblicati nella ricerca condotta presso la Consob da Linciano-Marrocco (2001) confermano la rapida crescita del comparto in oggetto dal momento che i veicoli di investimento commercializzati dalle Sgr attive nel campo dei fondi di fondi hanno fatto registrare nei primi nove mesi del 2001 una raccolta netta decisamente positiva e spesso in controtendenza con quanto accaduto per i prodotti monomarca. Più difficilmente quantificabile è invece il patrimonio gestito sotto forma di portafogli multimanager offerti da numerose banche e da reti di promotori finanziari sia sotto la veste giuridica della gestione patrimoniale in fondi, sia al di fuori di un esplicito mandato gestorio.

Il successo riscosso da questa tipologia di prodotti, anche su profili di rischio medio-alti ed in presenza di un'elevata volatilità dei mercati azionari, non sorprende se si tiene conto del fatto che uno degli obiettivi tipicamente assegnati al *multimanager approach* consiste nel contenimento del rischio associato al benchmark di riferimento, senza comunque rinunciare agli extrarendimenti che soltanto la gestione attiva può offrire.

---

<sup>1</sup> Nel corso degli ultimi due anni si è osservata una proliferazione di siti di brokeraggio on line di fondi comuni di investimento che, in realtà, mettono l'investitore privato nelle condizioni di poter investire in fondi di case di gestione differenti.

Figura 1 – Patrimoni e raccolta dei fondi di fondi (gennaio-settembre 2001)

|                              | NUMERO <sup>2</sup> | SOTTOSCRIZIONI | RISCATTI | RACCOLTA<br>NETTA | PATRIMONIO <sup>2</sup> |                       |
|------------------------------|---------------------|----------------|----------|-------------------|-------------------------|-----------------------|
|                              |                     |                |          |                   | TOTALE                  | IN<br>PERCENTUAL<br>E |
| AZIONARI:                    | 33                  | 730,5          | 331,5    | 399               | 1.372                   | 20,8                  |
| EUROPA                       | 2                   | 30,8           | 59,6     | -28,8             | 45                      | 0,7                   |
| AMERICA                      | 2                   | 12,1           | 16       | -3,9              | 12,3                    | 0,2                   |
| PACIFICO                     | 2                   | 2,7            | 11       | -8,3              | 8,9                     | 0,1                   |
| INTERNAZ. TS                 | 20                  | 645,9          | 239,7    | 406,2             | 1.249,2                 | 18,9                  |
| INTERNAZ. NTT                | 6                   | 23,7           | 4        | 19,7              | 46,2                    | 0,7                   |
| ALTRO                        | 5                   | 1,7            | 0,2      | 1,5               | 52,4                    | 0,7                   |
| BILANCIATI:                  | 44                  | 1.960,7        | 648,3    | 1.312,4           | 3954                    | 59,8                  |
| AZIONARI                     | 10                  | 155,2          | 36,1     | 119,1             | 310,2                   | 4,7                   |
| BILANCIATI                   | 21                  | 1.321,4        | 529,4    | 792               | 2.915,8                 | 44,1                  |
| BILANCIATI<br>OBBLIGAZIONARI | 13                  | 484,1          | 82,8     | 401,3             | 728                     | 11                    |
| OBBLIGAZIONARI:              | 8                   | 598,2          | 58       | 540,2             | 651,4                   | 9,9                   |
| MISTI                        | 3                   | 322,1          | 33,9     | 288,2             | 398,9                   | 6,0                   |
| INTERNAZ.                    | 2                   | 218,9          | 20,2     | 198,7             | 196,7                   | 3,0                   |
| ALTRO.                       | 3                   | 57,2           | 3,9      | 53,3              | 55,8                    | 0,8                   |
| FLESSIBILI                   | 6                   | 256            | 114,6    | 141,4             | 630,1                   | 9,5                   |
| TOTALE                       | 91                  | 3.545,4        | 1.152,4  | 2.393,0           | 6.607,5                 | 100                   |

Fonte: Elaborazioni su dati Assogestioni. <sup>1</sup> Milioni di Euro. <sup>2</sup> Dato al 30 settembre 2001.

Sebbene tuttora non esista una definizione univoca di *multimanagement approach*<sup>2</sup>, la letteratura in materia è sufficientemente concorde nel considerarlo un approccio di investimento disciplinato finalizzato ad accrescere, mediante il ricorso al principio della diversificazione, l'efficienza del portafoglio senza assumere rischi attivi generati da un allontanamento dal benchmark definito in sede di asset allocation strategica. Questa definizione presuppone il rigetto di un modello *bottom-up* di costruzione del portafoglio che passi attraverso la stima dei rendimenti attesi e della matrice varianza-covarianza dei singoli veicoli di investimento, per adottare un modello *top-down* (Figura 2) che, dopo aver identificato la frontiera efficiente in benchmark si proponga di implementare la strategia di investimento coerente con il profilo di rischio dell'investitore affiancando alla

<sup>2</sup> Da un punto di vista strettamente terminologico, non è dunque configurabile come un prodotto multimanager, ma soltanto come un prodotto multi-asset, un portafoglio diversificato su più asset class che preveda l'assegnazione di ogni comparto ad una specifica casa di gestione; allo stesso modo si dovrebbe definire multi-style un portafoglio che preveda per ogni comparto di investimento l'assegnazione di uno specifico mandato per ogni stile di gestione identificabile su quel mercato (ad es. large-value, large-growth e small cap). Una gestione multimanager in senso stretto implica, per ogni comparto di investimento/stile di gestione, l'assegnazione di più mandati di gestione allo scopo di diversificare il rischio gestore.



multimanager, si inserisce anche nel solco della tradizione degli studi che attribuiscono alla fase di costruzione del portafoglio un'elevata capacità esplicativa della performance complessiva del portafoglio<sup>7</sup>. La ricostruzione del processo di investimento<sup>8</sup> nella prospettiva sin qui indicata colloca il responsabile della selezione dei gestori, cui affidare la gestione del portafoglio a valle rispetto al comitato di asset allocation contribuendo anche a chiarire quali possano essere i vizi e le virtù di una gestione multimanager.

### **Lo stato dell'arte del multimanagement approach**

“More research on this subject is needed”. Con queste significative parole si chiude l'articolo di Sharpe, *Decentralized Investment Management*, che può essere ritenuto a giusto titolo il primo contributo teorico di rilievo che abbia tentato una modellizzazione delle gestioni multimanager ponendo in risalto i vantaggi e gli svantaggi che tale soluzione può offrire. La principale virtù attribuita alle gestioni multimanager consisterebbe nella maggiore diversificazione ottenibile ricorrendo a veicoli di investimento appartenenti ad una pluralità di case di gestione<sup>9</sup>. Questo tuttavia non significa che tali gestioni possano offrire un *free lunch* dal momento che la ricerca di un *active return* positivo comporta inevitabilmente l'accettazione di una determinata dose di *active risk*, seppure diversificabile, e quindi di una potenziale sottoperformance rispetto al benchmark. Non esiste tuttora un'evidenza empirica, che si possa considerare definitiva, sull'entità dei vantaggi ottenibili mediante le gestioni multimanager. La quantificazione di tali benefici proposta in un recente lavoro di Cinquemani-Siciliano (2001), evidenzerebbe come “l'ordine di grandezza delle perdite potenziali in termini di minori rendimenti derivanti da un'inefficiente diversificazione di portafoglio per le gestioni in fondi monomarca è pari, per livelli di rischio intermedi, al 10% circa su base annua”. La straordinaria entità della sovraperformance che avrebbe offerto una gestione multimanager “virtuale” è agevolmente spiegabile se si considera che le simulazioni di Cinquemani-Siciliano sono state condotte utilizzando i rendimenti storici dei fondi ed ignorando qualsiasi vincolo di asset allocation in termini di composizione del portafoglio per asset class. Sfortunatamente i responsabili della costruzione di un prodotto multimanager non soltanto non sono liberi di costruire l'asset allocation strategica – la cui definizione è di competenza del comitato di

---

<sup>7</sup> Si vedano più diffusamente G. Brinson- B. Singer-G. Beebower, Determinants of portfolio performance, *Financial Analysts Journal*, 1986; G. Brinson- B. Singer-G. Beebower, Determinants of portfolio performance II, *Financial Analysts Journal*, 1991; R. Ibbotson-P. Kaplan, Does asset allocation explain 40,90 or 100 percent of performance?, *Financial Analysts Journal* 2000.

<sup>8</sup> Sul punto si rimanda a W. F. Sharpe, Budgeting and monitoring the risk of defined benefit pension funds, <http://www.stanford.edu/~wfs Sharpe/art/q2001/q2001.htm>.

<sup>9</sup> Per inciso, è opportuno ricordare che tale maggiore diversificazione non si realizza nel caso in cui ci si limiti a selezionare un solo gestore per ogni asset class.

asset allocation – ma devono anche cimentarsi nella stima dell’extrarendimento che ogni fondo sarà in grado di offrire rispetto ad un benchmark ed alla variabilità dello stesso<sup>10</sup>. L’accettazione di tale modello organizzativo induce a ritenere che l’efficienza delle gestioni multimanager dovrebbe essere valutata rispetto ad una gestione indicizzata piuttosto che rispetto ad una gestione monomarca. La frontiera efficiente multimanager, infatti, dominerebbe le frontiere efficienti monomarca anche se tutte le società di gestione collocassero i propri fondi al di sotto del benchmark fornendo l’illusione di una maggiore efficienza agevolmente confutabile mediante il ricorso a fondi indicizzati<sup>11</sup>.

Il problema dei benefici realizzabili in termini di riduzione del rischio mediante le gestioni multimanager erano stati affrontati in precedenza in due articoli pubblicati da O’Neil nel 1997 e da Fant e O’Neil nel 1999. Il primo contributo (How many mutual funds constitute a diversified mutual fund portfolio), utilizzando una serie di simulazioni su diversi orizzonti temporali, si concentra sui vantaggi ottenibili in termini di riduzione del rischio mediante la scelta di più gestori all’interno di una medesima asset class. E’ interessante osservare che la nozione di rischio utilizzata per condurre tale verifica empirica differisce dall’impostazione tradizionale in quanto si sostituisce la tradizionale *time series standard deviation* con la *terminal wealth standard deviation*. La ricerca evidenzia come la riduzione del rischio sarebbe evidente utilizzando la seconda accezione di rischio e come il beneficio marginale sia decrescente all’aumentare del numero dei fondi in portafoglio.

Il secondo contributo (Do you need more than one manager for a given equity style?) abbandona la logica multi-style implicita nel precedente lavoro per adottare una logica multi-manager in senso stretto, ossia comprendere quale sia il numero ottimale di gestori da assumere per sfruttare la *diversification of judgement*. Sebbene l’articolo non sia in grado di rispondere in modo puntuale a tale domanda, indicando il numero ottimale di fondi nel quale ripartire l’investimento per ogni stile di gestione, risulta confermata l’evidenza empirica riscontrata nel primo lavoro circa la riduzione della *terminal wealth standard deviation* all’aumentare del numero dei fondi utilizzati.

Scarsa attenzione è stata invece prestata dalla letteratura ai vizi che potrebbero minare i benefici ottenibili mediante una gestione multimanager. A tale riguardo è opportuno considerare, in primo luogo, i costi connessi alla selezione ed al monitoraggio dei gestori e la prassi delle retrocessioni. Con riferimento al primo punto è naturale attendersi che la scelta di una gestione attiva comporti maggiori oneri rispetto ad una gestione indicizzata, come anche che una gestione attiva offerta da gestori terzi implichi ulteriori oneri per la costruzione di opportuni database e per il monitoraggio delle performance delle controparti selezionate. Per quanto riguarda, invece, le retrocessioni

---

<sup>10</sup> Esiste ampia evidenza empirica circa l’elevata instabilità dei rendimenti storici dei fondi e sulla loro inattendibilità come previsori dei rendimenti futuri.

<sup>11</sup> Ovviamente si esclude l’ipotesi di una società di gestione che possieda fondi indicizzati su tutte le asset class.

riconosciute alle società di gestione che distribuiscono fondi di fondi una recente ricerca condotta da Linciano-Marrocco ha evidenziato quanto sia diffusa la prassi di stipulare accordi di retrocessione parziale delle commissioni di gestione a favore delle società promotrici dei fondi di fondi generando una palese divaricazione tra gli interessi del gestore del prodotto multimanager e quelli degli investitori. Sebbene non si possa negare che il lavoro di selezione e di monitoraggio dei gestori, rappresentando un'ulteriore fase della catena del valore dell'asset management, debba trovare una adeguata remunerazione, è altresì evidente che essa non dovrebbe essere legata all'entità delle commissioni di gestione dei veicoli di investimento selezionati<sup>12</sup> ma, semmai, alla capacità di sfruttare i benefici delle gestioni multimanager generando una sovraperformance rispetto ad una gestione indicizzata. Estremizzando il concetto si potrebbe ipotizzare addirittura una remunerazione secondo una logica di *performance fee* legata all'extra-rendimento generato ed al rischio assunto per realizzarlo.

La rimozione del collegamento tra *management fee* dei gestori selezionari e ricavi dalle società proponenti prodotti multimanager eliminerebbe, almeno in parte, il rischio di una distorsione dei criteri di selezione, lasciando aperto il problema degli accordi di reciprocità spesso formulati tra diverse case di gestione.

Un secondo vizio attribuito alle gestioni multimanager riguarderebbe il rischio di una mancanza di coordinamento all'interno del portafoglio tra i diversi gestori selezionati. L'assegnazione di mandati su singole porzioni del portafoglio può comportare, infatti, un allontanamento dai precetti della moderna teoria di portafoglio sottostanti alla costruzione della frontiera efficiente in quanto la somma delle scelte attive attive effettuate dai gestori sui comparti di investimento loro affidati potrebbe modificare radicalmente i dati di input dell'ottimizzazione in asset class. A tale riguardo, dal momento che i contributi teorici in materia di modelli di ottimizzazione multimanager sono decisamente numerosi, è opportuno, al fine di consentirne un più agevole confronto, tentare una loro classificazione in funzione del fatto che facciano ricorso ad un approccio statico piuttosto che dinamico e che seguano un approccio per asset class piuttosto che di portafoglio.

Per approccio statico si intende un modello che si concentra sulla composizione di portafoglio dei fondi avendo come obiettivo la seguente uguaglianza:

$$A \bullet w = b$$

---

<sup>12</sup> Si condivide l'auspicio formulato nelle conclusioni della Consob espresso con riferimento alla desiderabilità di un comportamento dei gestori orientato al contenimento dei costi ed alla selezione tra le diverse classi di azioni e quote di uno stesso OICR di quella più conveniente per i patrinoni gestiti.

dove  $A$  è la matrice ( $n \times m$ ) relativa alla composizione del portafoglio degli  $n$  fondi considerati rispetto ad  $m$  benchmark,  $\omega$  è il vettore ( $1 \times n$ ) dei pesi da assegnare agli  $n$  fondi considerati e  $b$  è il vettore ( $1 \times m$ ) dei pesi degli  $m$  benchmark all'interno dell'asset allocation target.

Il modello statico pertanto non si propone di quantificare l'*active return* e l'*active risk* che ogni fondo sarà in grado di produrre rispetto al proprio benchmark, in quanto dopo aver effettuato una selezione dei veicoli di investimento che hanno dimostrato la propria abilità gestionale la preoccupazione del modello di ottimizzazione è quella di minimizzare la distanza tra l'asset allocation effettiva e quella target definita in sede di asset allocation. Il contributo di Lucas (*Hitting the target: how to implement an optimal portfolio using mutual funds*) evidenzia quanto sia fuorviante procedere all'implementazione del portafoglio definito in sede di asset allocation strategica utilizzando le categorie definite da Morningstar. Il mismatching rispetto all'asset allocation target misurato facendo riferimento alla composizione del portafoglio dei fondi - stimata per mezzo della returns based style analysis – appare estremamente significativo se si considera che la somma del valore assoluto degli scostamenti risultava pari al 62%. L'entità dello scostamento era da attribuire ad un problema di classificazione di un fondo che, pur appartenendo alla categoria dei fondi Intermediate Bond, presentava una composizione stimata del portafoglio decisamente sbilanciata verso la liquidità. Il lavoro di Lucas evidenzia come l'eliminazione del fondo liquidità dalla procedura di ottimizzazione avrebbe consentito di ottenere un'asset allocation molto più vicina al target, pur utilizzando un numero di veicoli di investimento inferiore a quello delle asset class. E' evidente che la rilevanza del contributo di Lucas riposa sull'attendibilità della stima della composizione del portafoglio che può essere ottenuta ricorrendo alternativamente ad una metodologia deduttiva fondata sull'analisi dei rendimenti ottenuti dai fondi o ad una analisi fondamentale degli *holding* di portafoglio.

Nel modello dinamico la responsabilità di monitorare la distanza dall'asset allocation target è assegnata al controllo dell'*active risk* dei diversi gestori, la cui assunzione deve essere ovviamente bilanciata da un'adeguata aspettativa di *active return*. I modelli dinamici derivano la soluzione del problema della selezione del gestore dal paradigma media-varianza cercando di massimizzare la seguente funzione<sup>13</sup>:

$$VA = a - I \bullet s^2,$$

dove  $a$  = *active return* del portafoglio;

$s$  = *active risk* del portafoglio;

---

<sup>13</sup> In un lavoro successivo proposto da G. Baierl – P. Chen, Choosing manager and funds: how to maximize your alpha without sacrificing your target, Journal of Portfolio Management, 2000, viene proposta in alternativa la minimizzazione della seguente funzione  $w'x V x w - I a'w$

$I$  = grado di avversione all'*active risk*.

Una formalizzazione di questo modello è proposta da Grinold e Kahn nel loro interessante libro *Active Portfolio Management*, che rappresenta un punto di riferimento per la particolare enfasi posta sulle metodologie di stima degli input necessari per l'applicazione pratica di tale approccio. Tralasciando il problema delle correlazioni, per le quali si assume una ipotesi di indipendenza degli *active return* prodotti dai gestori, il principale contributo offerto riguarda la quantificazione dell'*active risk* e dell'*active return* che rimangono gli unici input dell'ottimizzazione.

Un contributo successivo che si propone di integrare i modelli di tipo dinamico con quelli di tipo statico è quello di Baierl-Chen che, pur utilizzando un algoritmo di ottimizzazione differente da quello implicito nei modelli *media-varianza*, si propone di risolvere il *trade-off* tra *active risk* ed *active return*, cercando anche di selezionare fondi in grado di minimizzare la distanza rispetto all'*asset allocation target*. Un'altra importante innovazione introdotta da Baierl-Chen riguarda la modalità di stima degli input dell'ottimizzazione, dal momento che la stima dell'abilità del gestore è misurata rispetto al benchmark di stile implicito nella sua composizione di portafoglio.

Due ulteriori lavori pubblicati rispettivamente da Demakis nel 1997 e da Waring-Whitney-Pirone-Castille nel 2000 hanno ripreso il lavoro di Grinold e Kahn tentando di superare il limite in esso implicito relativo all'adozione di un approccio per *asset class* ritenuto non in grado di gestire il rischio "*in a fully integrated way*". La differenza tra l'approccio di portafoglio e quello per *asset class* consiste nella diversa definizione dell'*asset allocation target*: nel primo caso, il vettore  $b$  è estratto dalla matrice ( $m \times k$ ) rappresentativa dei  $k$  portafogli che compongono la frontiera efficiente; nel secondo caso, invece, ogni *asset class* viene ripartita nelle sue parti componenti in termini di stili di gestione e di settori. Entrambi gli approcci presentano evidentemente pregi e difetti. L'approccio di portafoglio associa ad un più efficace controllo dell'*active risk* a livello complessivo, una minore propensione verso gestori specializzati - a meno che tale ripartizione per stili di gestione non sia implicita nell'*asset allocation*. Al contrario l'approccio per *asset class*, consente di effettuare un *blending* di gestori aventi stili di gestione differenti anche utilizzando *asset class* più tradizionali, ma rende più laborioso il *risk budgeting* a livello di portafoglio.

## La catena del valore del multimanagement approach

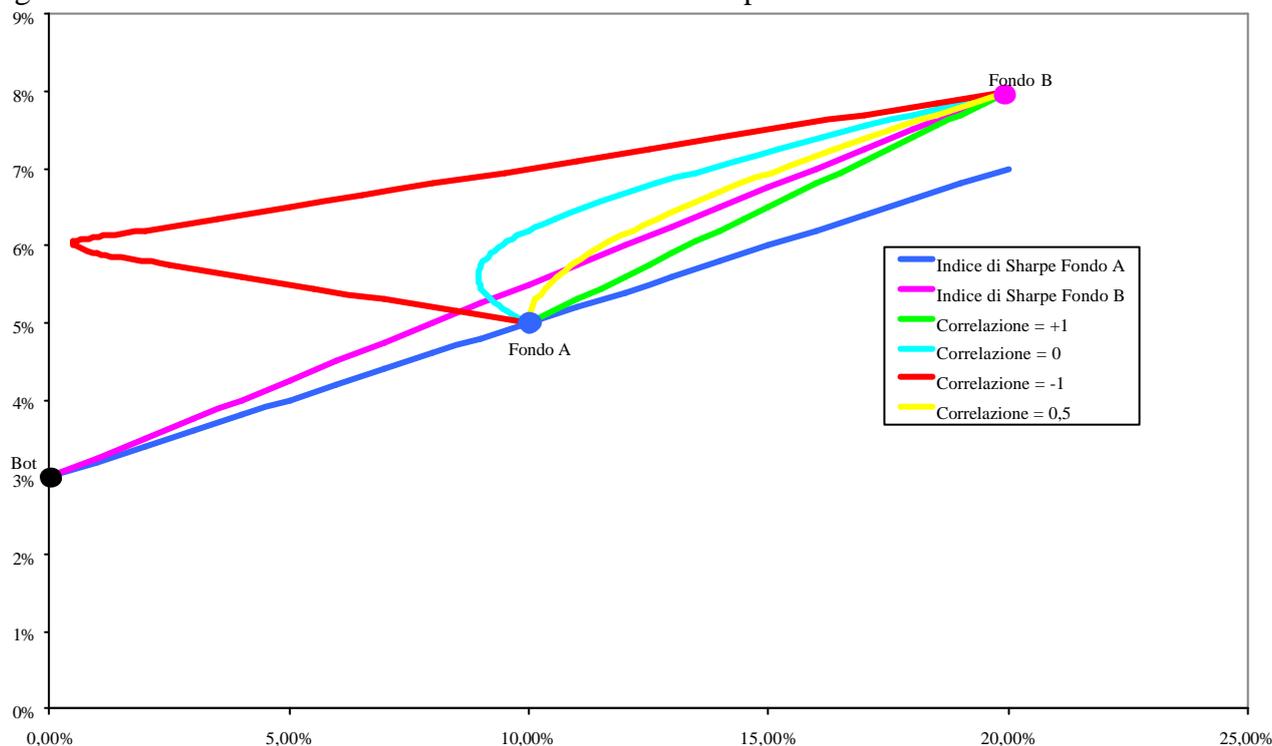
Obiettivo del presente paragrafo non è quello di ripercorrere le fasi necessarie per giungere alla costruzione della frontiera efficiente (scelta delle asset class, stima degli input, modelli di ottimizzazione), quanto piuttosto porsi nella prospettiva di chi, partendo da un set di portafogli efficienti, voglia implementarli procedendo alla selezione di una pluralità di gestori sulla base di criteri che non si fermano a valutare esclusivamente alcuni indicatori di performance ma che incorporino anche informazioni sullo stile di gestione e dettagli qualitativi circa il processo di investimento che guida la costruzione del portafoglio. Si tratta di una responsabilità che, come già accaduto per la fase di definizione dell'asset allocation, sta progressivamente perdendo il contenuto "artistico" fondato sull'intuito e sull'esperienza per acquisire un crescente contenuto "scientifico", che richiede adeguate strumentazioni e tecniche di ottimizzazione.

L'idea piuttosto diffusa secondo cui per costruire un portafoglio "a cinque stelle" – si prende in prestito la terminologia utilizzata sul mercato statunitense dove i flussi di sottoscrizioni/riscatti sono significativamente influenzati dallo *star rating* di Morningstar - sarebbe sufficiente selezionare gestori "a cinque stelle" è senz'altro da rigettare in quanto i modelli di rating attualmente esistenti si scontrano con una serie di problemi ancora irrisolti che li rendono del tutto inadeguati a fornire una risposta al problema della selezione del gestore. In primo luogo, i sistemi di rating sono *back-looking*, ossia si fondano sull'osservazione del comportamento passato dei gestori, e non possono pertanto vantare alcune velleità predittiva circa il futuro comportamento dei veicoli di investimento; in secondo luogo, le categorie all'interno delle quali vengono stilate le classifiche per l'attribuzione del rating non rappresentano dei veri *peer group* in quanto si basano sulle classificazioni ufficiali (ad es. classifica Assogestioni) e sulle dichiarazioni dei gestori e non rendono spesso possibile una valutazione fondata sull'analisi del comportamento di ogni gestore rispetto ad un gruppo omogeneo di gestori concorrenti; in terzo luogo, le misure di performance utilizzate valutano aspetti differenti del rendimento (assoluto *versus* relativo) e del rischio (deviazione standard, downside risk, tracking error volatility, etc.) che sono spesso del tutto scollegati dall'obiettivo che si intende centrare mediante la selezione dei gestori da inserire in un prodotto multimanager.

Un esempio può essere utile per illustrare come anche l'indice di Sharpe, che senza dubbio costituisce il principale e più utilizzato indicatore di rendimento corretto per il rischio, presenti numerosi limiti in una logica di portafoglio, essendo fondato sull'ipotesi che l'intero patrimonio del cliente venga investito in un'unica attività rischiosa. Riprendendo l'originario esempio di Sharpe si ipotizzi che si vogliano valutare il Fondo A ed 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, a prescindere dal livello di rischio che si intende assumere; rimuovendo invece l'ipotesi di investimento dell'intero patrimonio in un unico fondo, è evidente che l'investimento nel fondo B continuerebbe ad essere preferibile soltanto nell'ipotesi di correlazione perfettamente positiva con il fondo A. In presenza di una correlazione pari o inferiore a 0,5 si osserva come l'investimento nel solo fondo B sia da considerare subottimale essendo possibile ottenere a parità di rischio rendimenti superiori mediante un opportuno mix dei fondi A e B.

Figura 4 – La selezione dei fondi mediante l'indice di Sharpe



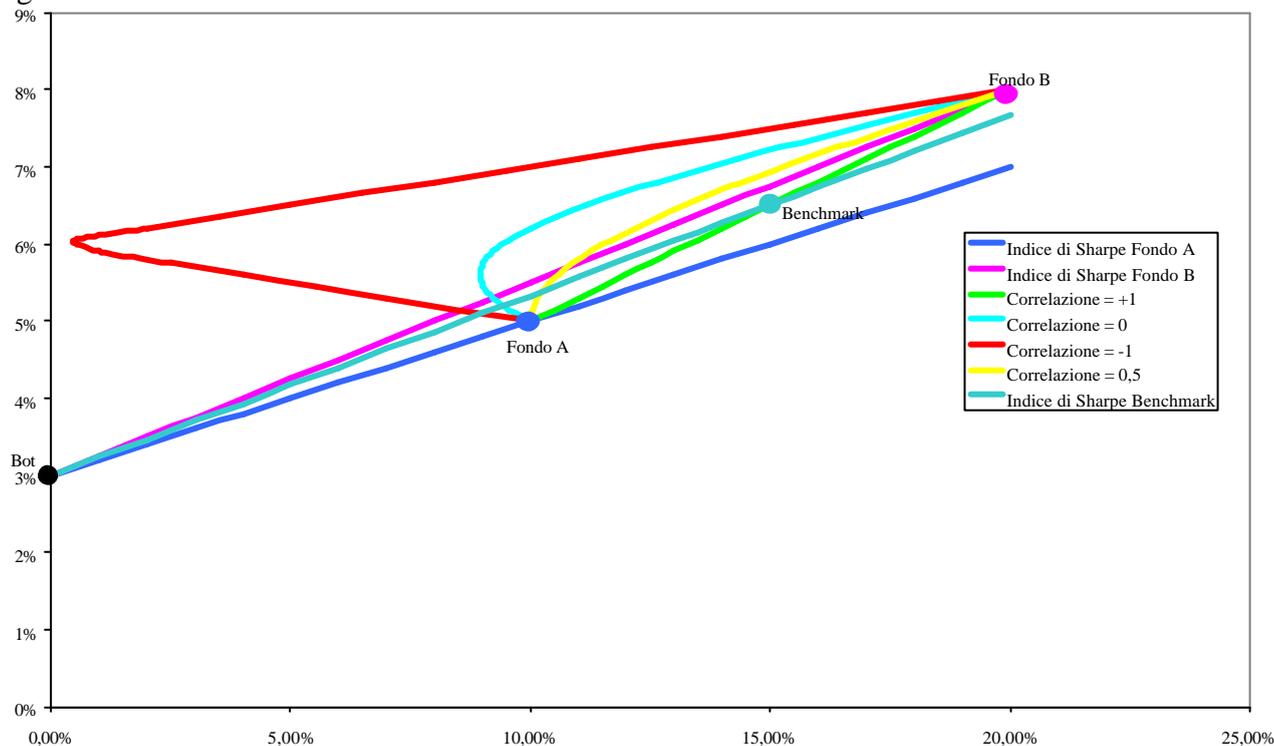
Anche l'information ratio, proposto dallo stesso Sharpe in alternativa all'omonimo indice, denuncia alcuni limiti di applicazione in una logica multimanager pur essendo largamente utilizzato nel valutare l'idoneità nell'offrire un extra-rendimento rispetto al benchmark. Il limite dell'information ratio consiste nel fatto di non essere in grado di catturare l'abilità del gestore rispetto ad un benchmark di stile, limitandosi a valutare la capacità del gestore di remunerare l'active risk assunto rispetto ad un benchmark generico<sup>14</sup>.

Riprendendo l'esempio proposto nella figura 4, ed ipotizzando un rendimento atteso del benchmark pari al 6,5% ed un rischio del 15%, è evidente che il fondo A verrebbe escluso dalla selezione in

<sup>14</sup> Sharpe ha recentemente proposto una misura alternativa all'information ratio, il selection Sharpe ratio, che si differenzia dal primo indicatore in quanto l'active return e l'active risk vengono valutati rispetto al benchmark di stile e non rispetto ad un benchmark generico.

quanto presenta un *active return* negativo. L'illustrazione grafica evidenzia, tuttavia, che a parità di rischio rispetto al benchmark il portafoglio dovrebbe essere ripartito tra il fondo A ed il fondo B beneficiando dell'eventuale bassa correlazione tra i due veicoli di investimento. Sebbene la conclusione possa sembrare controintuitiva, avendo fatto ricorso al fondo A che sia in termini di indice di Sharpe che in termini di information ratio è dominato dal fondo B e dal benchmark, la soluzione è del tutto razionale se si introduce un'ulteriore ipotesi relativa allo stile di gestione seguito dai due fondi. Assumendo che il fondo A abbia una prospettiva di *active return* positivo, in quanto specializzato nello stile growth, ed il fondo B una aspettativa di *active return* negativo, in quanto specializzato nello stile value, è del tutto naturale attendersi una situazione simile a quella rappresentata nella figura 5., ove è possibile battere il benchmark sia a parità di rischio che a parità di rendimento atteso<sup>15</sup>.

Figura 5 – La selezione dei fondi mediante l'information ratio



Avendo evidenziato l'inadeguatezza di alcune tra le principali misure di rendimento corretto per il rischio nell'offrire una risposta semplice ed immediata al problema dell'implementazione dell'asset

<sup>15</sup> La scelta della composizione del portafoglio dovrebbe derivare dunque dalle aspettative formulate sull'andamento dei diversi stili di gestione. La letteratura in materia di *style timing* induce ad evitare scommesse che comportino l'esposizione ad un unico stile stante la difficoltà nel prevedere quale segmento del benchmark sovraperformerà il benchmark stesso nel periodo successivo. Questo ovviamente non significa che si debba adottare esclusivamente una strategia *style neutral* che implica una esposizione di stile identica a quella del benchmark, essendo comunque possibile manovrare la composizione del portafoglio in funzione delle proprie aspettative.

allocation strategica è opportuno chiarire quali siano le fasi che è necessario presidiare per trarre beneficio dalla diversificazione tra asset class, tra stili di gestione e tra gestori.

Sebbene la gestione multimanager implichi necessariamente una preferenza per la gestione attiva, questo non significa che la scelta debba essere esclusiva senza alcuno spazio di integrazione<sup>16</sup> con la gestione passiva, sia all'interno della singola asset class sia a livello di intero portafoglio. La letteratura sul *risk budgeting*, infatti, pone particolare enfasi sull'opportunità di assumere un *active risk* crescente al decrescere del livello di efficienza dei mercati, allo scopo di massimizzare la remunerazione del rischio a livello di portafoglio.

Partendo da questo presupposto, dopo aver identificato l'universo dei gestori effettivamente disponibili per l'investimento in ognuna delle asset class considerate, un primo test che pare opportuno effettuare riguarda il grado di efficienza dei singoli comparti di investimento, espresso come frequenza con la quale mediamente i gestori sono stati in grado di battere il benchmark su un determinato orizzonte temporale. A titolo meramente esemplificativo si riportano le conclusioni di un'analisi condotta su sette differenti categorie di fondi esteri distribuiti sul mercato italiano<sup>17</sup>:

- Azionari Italia (32);
- Azionari Europa (176);
- Azionari America (95);
- Azionari Pacifico (107);
- Azionari Paesi Emergenti (91);
- Azionari Internazionali (75).

Per ogni categoria si è selezionato il benchmark ritenuto più significativo per rappresentare del mercato di riferimento (Figura 6) e si sono considerate le performance relative agli ultimi 60 mesi dal luglio 1996 al giugno 2001 utilizzando una finestra rolling pari a 36 mesi. Per ogni *rolling period* si è provveduto, quindi, a calcolare l'active return e l'active risk sia a livello di singolo fondo che a livello medio. L'ipotesi di fondo del test di efficienza dei mercati è coerente con quanto sostenuto da Sharpe, in *The arithmetic of active management*, dove sosteneva che, sotto determinate condizioni, la gestione attiva produce mediamente un risultato rispettivamente pari ed inferiore a quello della gestione passiva al lordo ed al netto degli oneri gestionali.

---

<sup>16</sup> Sull'argomento si rimanda a E. Flood-N. Ramachandran, Integrating active and passive management, Journal of portfolio management, 2001

<sup>17</sup> Tra parentesi si riporta il numero di fondi per ogni categoria al termine del periodo di riferimento.

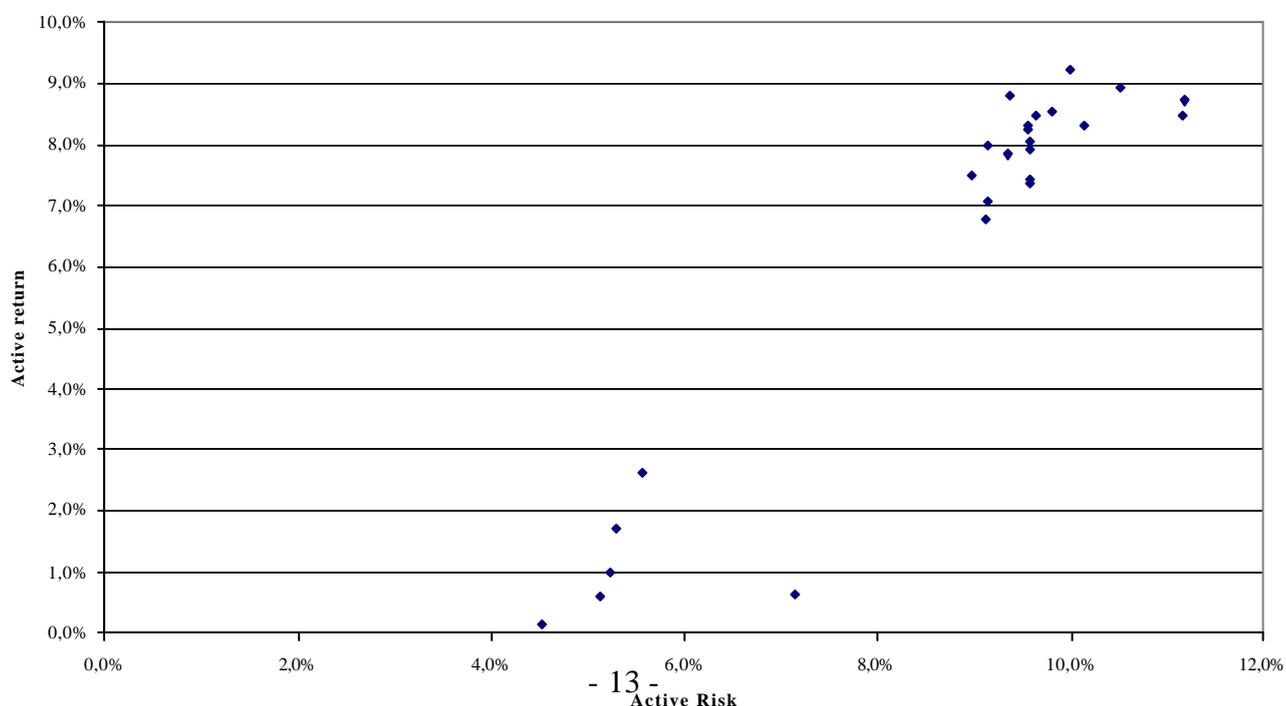
Figura 6 - Categorie Assogestioni e benchmark utilizzati

| Categories               |   | Benchmark             |
|--------------------------|---|-----------------------|
| Azionari Italia          | ➔ | Comit Globale         |
| Azionari Europa          | ➔ | MSCI Europe AC        |
| Azionari America         | ➔ | MSCI North America    |
| Azionari Pacifico        | ➔ | MSCI Asia Pacific     |
| Azionari Paesi Emergenti | ➔ | MSCI Emerging markets |
| Azionari Internazionali  | ➔ | MSCI World AC         |

Riportando all'interno di un grafico XY l'active risk e l'active return mediamente realizzato dai fondi in ognuno dei 25 periodi rolling analizzati è possibile esprimere un primo giudizio sull'efficienza dei singoli mercati e conseguentemente sull'opportunità di scostarsi dal benchmark selezionando una gestione attiva di portafoglio.

Per quanto riguarda i fondi azionari Italia, la figura 7 evidenzia una adeguata remunerazione dell'active risk, consentendo, in ognuno dei 25 periodi rolling, di generare un rendimento medio superiore a quello del benchmark. E' evidente che questo non significa che la gestione attiva rappresenta su questo mercato un *free lunch*, dal momento che sul medesimo orizzonte temporale alcuni fondi hanno manifestato active return negativo, ma semplicemente che mediamente si osserva una relazione positiva tra l'assunzione di maggiori e rischi e l'ottenimento di rendimenti differenziali positivi.

Figura 7 – Fondi azionari Italia



Conclusioni simili possono essere espresse anche per le categorie dei fondi Azionari Paesi emergenti (Figura 8) e dei fondi Azionari Pacifico (Figura 9) dove il numero di periodi nei quali l'active risk è stato remunerato positivamente sono nettamente superiori a quelli nei quali si è registrato un *active return* negativo.

Figura 8 – Fondi azionari Paesi Emergenti

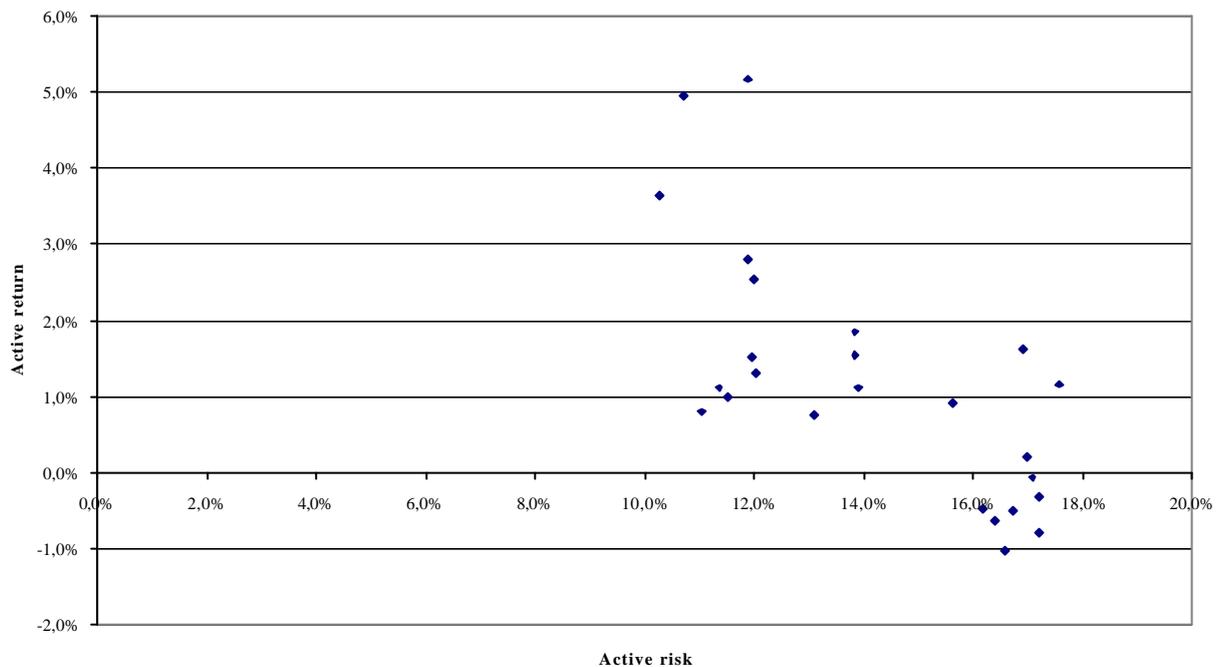
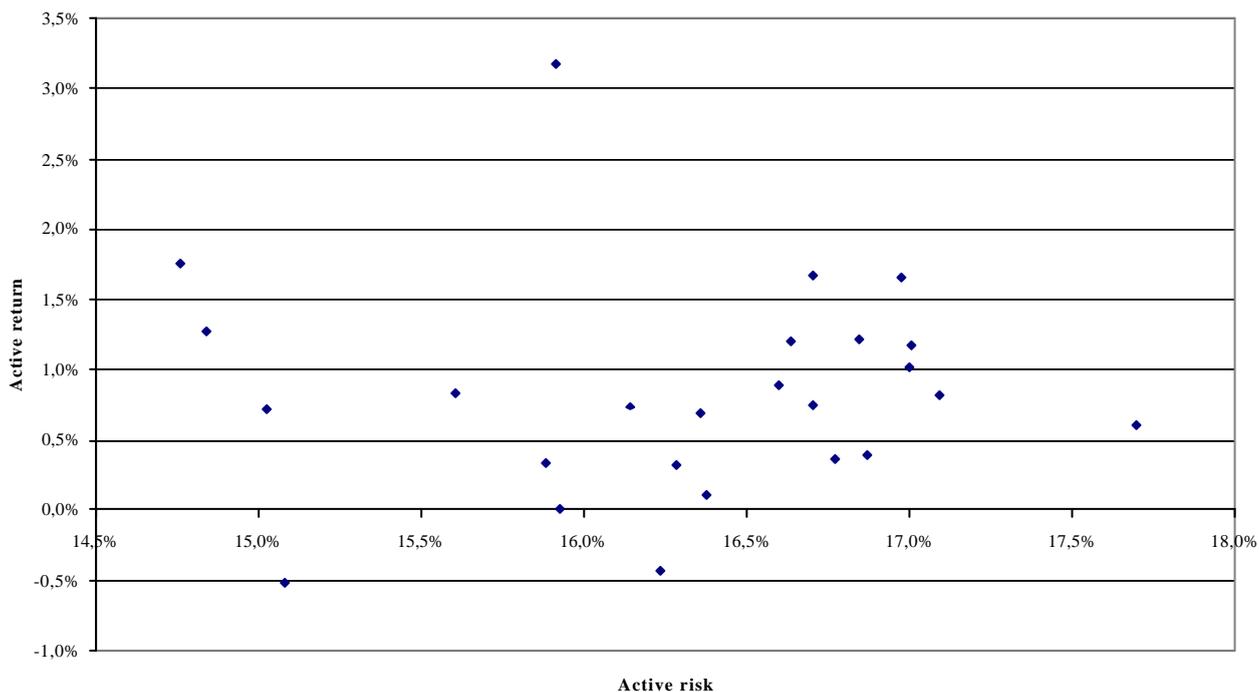


Figura 9 – Fondi azionari Pacifico



Meno netta è l'evidenza di una superiorità di una gestione attiva di portafoglio nelle categorie dei fondi Azionari Europa (Figura 10) ed Azionari Internazionali (Figura 11), in quanto sebbene si continui ad osservare una prevalenza di osservazioni nel quadrante caratterizzato da un active return positivo, la quantità di active risk che deve essere assunto per generare un'unità di active return è di gran lunga maggiore rispetto a quanto osservato nei precedenti comparti di investimento.

Figura 10 – Fondi azionari Europa

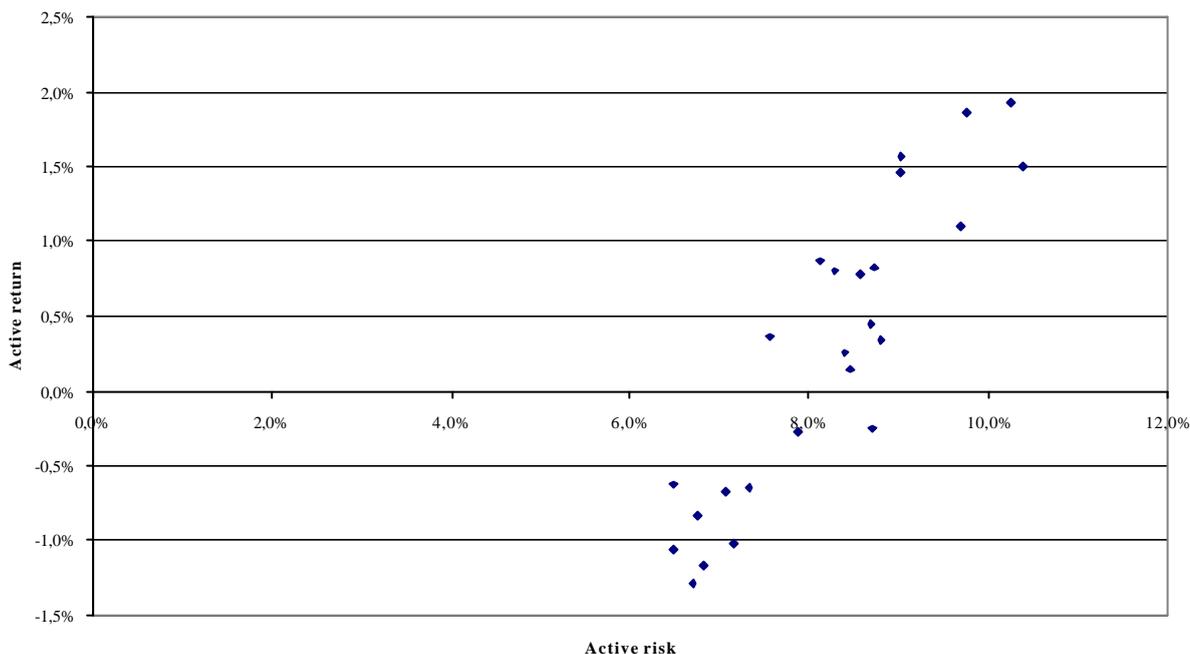
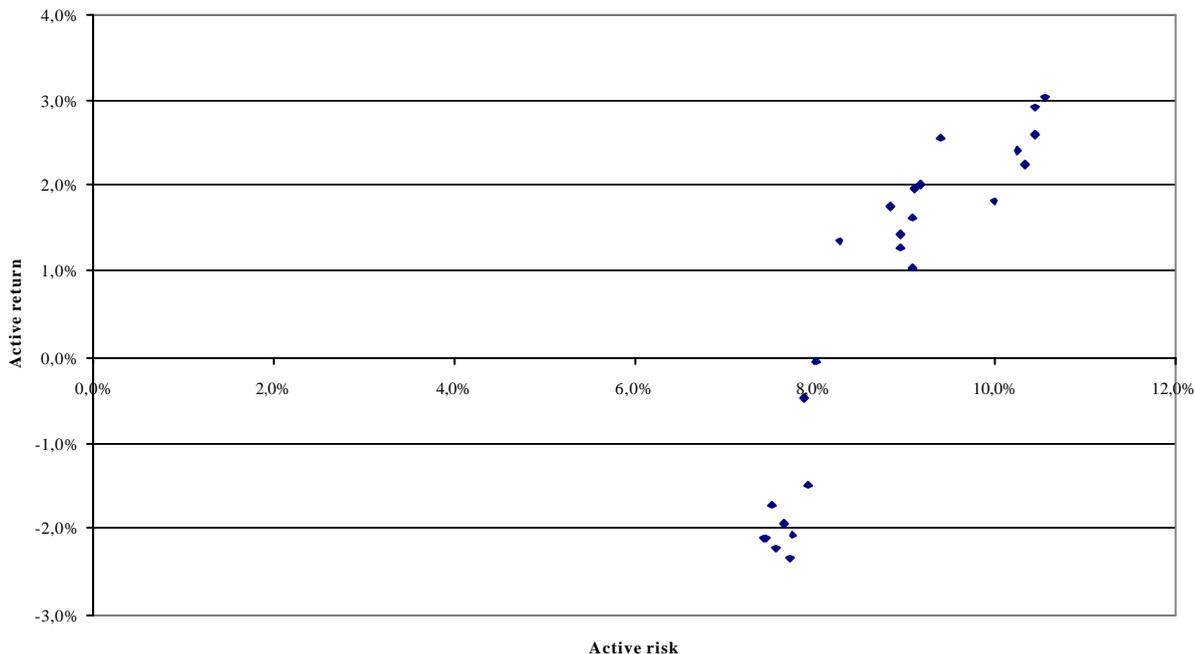
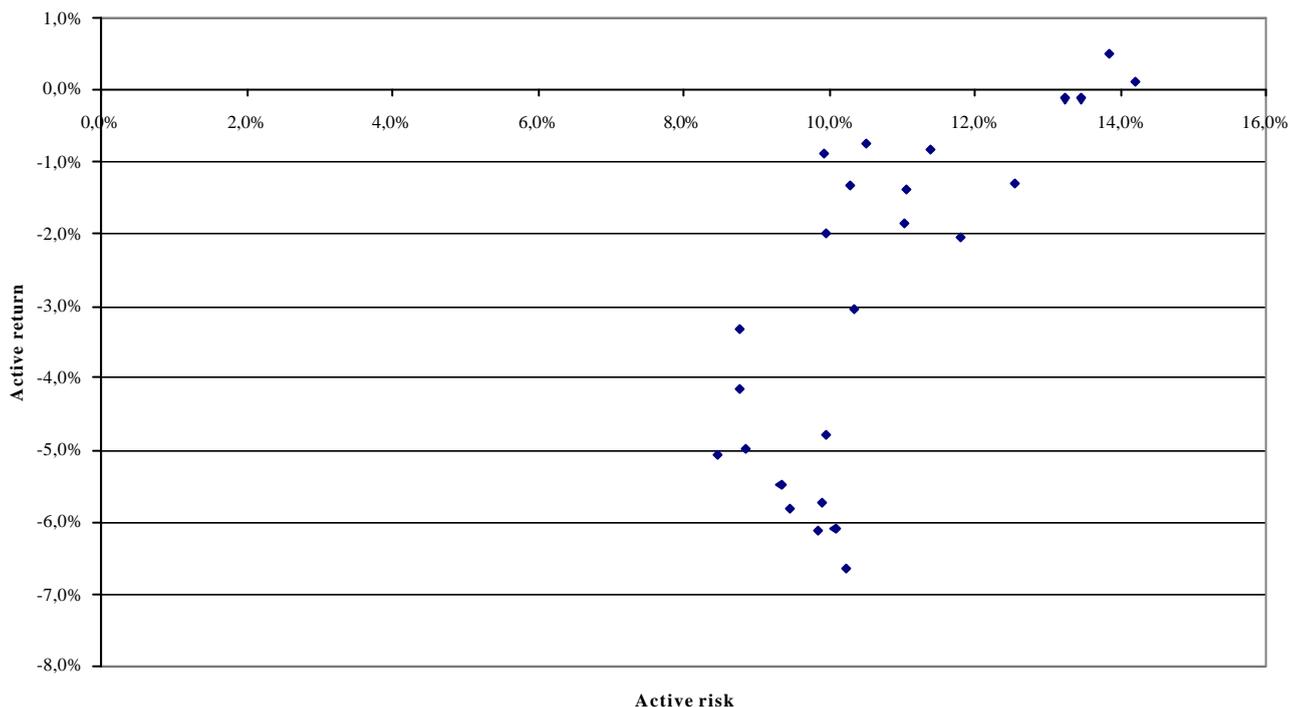


Figura 11 – Fondi azionari Internazionali



Totalmente opposta è, invece, la situazione rilevata per i fondi Azionari America (Figura 12) per i quali l'evidenza empirica mostra come soltanto in 2 dei 25 periodi rolling analizzati i fondi comuni sono stati in grado di remunerare positivamente l'active risk, risultando mediamente battuti dal mercato in tutti gli altri casi. Risultati simili a quelli osservati sul mercato azionario US sono stati riscontrati in altri studi condotti sull'efficienza dei mercati obbligazionari dei titoli governativi..

Figura 12 – Fondi azionari America



I risultati dell'analisi condotta sono sintetizzati nella figura 13, dove viene riportato per le sei categorie analizzate il valore medio e la deviazione standard dell'information ratio realizzato dai fondi comuni presi in esame nei 25 periodi rolling osservati nel quinquennio luglio 1996-giugno 2001.

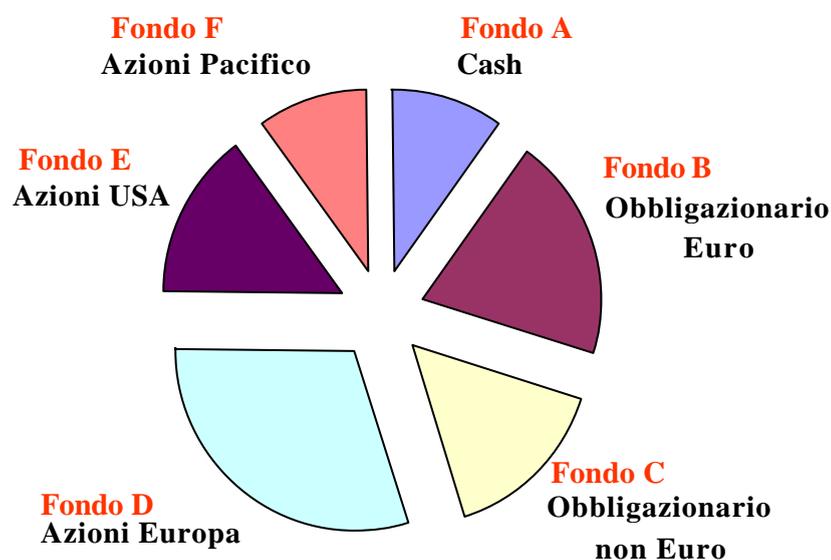
Figura 13 - Media e deviazione standard dell'information ratio

|          | Azionari<br>Italia | Azionari<br>Europa | Azionari<br>America | Azionari<br>Pacifico | Azionari<br>Paesi<br>Emergenti | Azionari<br>Internazionali |
|----------|--------------------|--------------------|---------------------|----------------------|--------------------------------|----------------------------|
| <b>m</b> | 0,68               | 0,03               | -0,30               | 0,05                 | 0,10                           | 0,01                       |
| <b>s</b> | 0,28               | 0,22               | 0,24                | 0,04                 | 0,14                           | 0,12                       |

Si osserva abbastanza chiaramente che l'assunzione dell'active risk non produce i medesimi risultati nei diversi mercati e, di conseguenza, chi detiene la responsabilità di implementare l'asset allocation strategica mediante un'opportuna selezione dei gestori dovrebbe gestire il proprio budget di active risk coerentemente con il livello di efficienza manifestato da ogni comparto di investimento e con il grado di avversione al rischio dell'investitore. Le gestione passiva dovrebbe essere associata a mercati più efficienti e ad investitori meno propensi al rischio; alternativamente la gestione attiva dovrebbe essere privilegiata in presenza di mercati meno efficienti e di investitori più propensi al rischio. Come rendere operative queste regole di investimento?

Una prassi piuttosto diffusa consiste nel prendere le mosse da un portafoglio definito in sede di asset allocation strategica e di procedere alla selezione dei gestori asset class per asset class. E' evidente che qualora il processo di selezione si dovesse limitare ad identificare il "miglior gestore" per ogni comparto di investimento (Figura 14) non ci troveremmo di fronte ad un prodotto multimanager nell'accezione formulata all'inizio dell'articolo, ma semplicemente ad una gestione multi asset dal momento che l'unica fonte di diversificazione cui verrebbe fatto ricorso sarebbe quella tra mercati. Sebbene, infatti, sia plausibile che una stessa società di gestione non possa collocare tutti i propri veicoli di investimento ai vertici delle classifiche di efficienza, non è affatto scontato che si riescano ad identificare i gestori che presenteranno le migliori performance nel periodo successivo. Al contrario, il minore coordinamento tra le scelte attive compiute dai singoli gestori potrebbe far prevalere i vizi di tale portafoglio rispetto alle virtù di una maggiore diversificazione

Figura 14 – Un esempio di ottimizzazione asset class per asset class



Il desiderio di beneficiare anche della diversificazione tra diversi stili di gestione (*large cap* versus *small cap*, *growth* versus *value*) e della diversificazione tra gestori implica inevitabilmente la disponibilità di un set di informazioni più complesso caratterizzato:

- un vettore  $\alpha$  ( $1 \times n^{18}$ ) di active return attesi;
- un vettore  $\sigma$  ( $1 \times n$ ) di active risk attesi;
- una matrice  $C$  ( $n \times n$ ) di correlazioni tra active return attesi<sup>19</sup>;
- una matrice  $A$  ( $n \times m$ ) contenente l'esposizione dei fondi ad un determinato numero di benchmark nei quali risulta scomponibile ogni comparto di investimento.

Senza voler entrare nel merito delle metodologie di stima degli input utilizzati dai modelli multimanager, si vuole richiamare l'attenzione su alcune "trappole" nelle quali può incorrere il selezionatore dei gestori che faccia ricorso ad un modello di ottimizzazione derivato dal paradigma media-varianza di Markowitz.

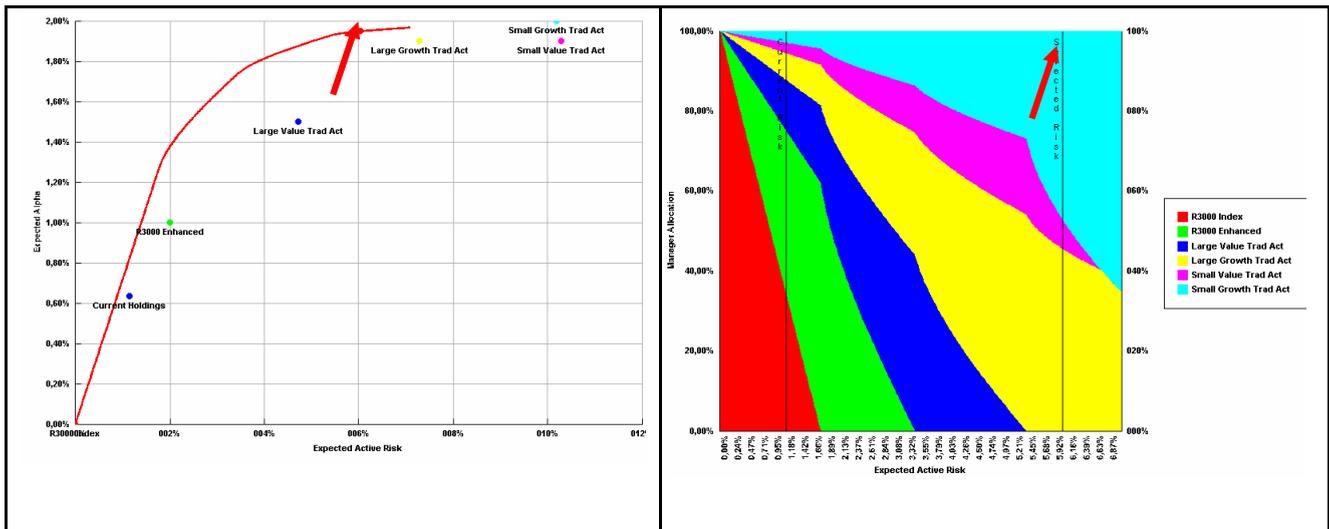
Il ricorso ad un simile modello di ottimizzazione si traduce nell'identificazione di una nuova frontiera efficiente per ogni singola asset class, all'interno della quale ogni portafoglio di fondi avrà una composizione in benchmark pari  $Ax\omega$  dove  $\omega$  è il vettore dei pesi assegnati ai fondi e  $A$  è la matrice contenente la loro composizione. Un esempio può contribuire a chiarire i termini del problema. Si ipotizzi che l'asset class di riferimento sia il mercato azionario Usa, rappresentato dall'indice Russell 3000, e che si intenda comporre il portafoglio facendo riferimento al diverso stile di gestione che caratterizza i veicoli di investimento. Utilizzando le stime di rendimento e di rischio espresse per sei fondi comuni caratterizzati da approcci gestionali differenti (indicizzato, enhanced, large value, large growth, small value e small growth) si è costruita una nuova frontiera efficiente che consente di quantificare l'active risk che è necessario assumere per battere il benchmark e, coerentemente con il grado di avversione al rischio dell'investitore, si è selezionato un livello di tracking error volatility pari al 6%.(Figura 15).

---

<sup>18</sup> N è il numero di fondi potenzialmente selezionabili.

<sup>19</sup> Il ricorso a rendimenti relativi induce a ritenere che le abilità dei gestori siano indipendenti tra loro e sia dunque ragionevole, oltre che comodo, assumere una correlazione nulla tra gli active return dei fondi.

Figura 15 – Frontiera efficiente”relativa” per il mercato azionario Usa



Fonte: Portfolio Works, Barclays Global Investors

La traduzione della frontiera efficiente in termini di composizione dei portafogli evidenzia tuttavia, in corrispondenza del livello di active risk desiderato, un’esposizione eccessiva nei confronti dello stile growth sicuramente non coerente con il benchmark (Russell 3000) utilizzato in sede di asset allocation. Allo scopo di mitigare gli effetti di tale “disallineamento” dalle previsioni formulate in sede di asset allocation strategica sarebbe opportuno vincolare l’ottimizzazione multimanager in modo tale che il blending dei fondi comuni selezionati sia coerente con la composizione del benchmark secondo la seguente formulazione:

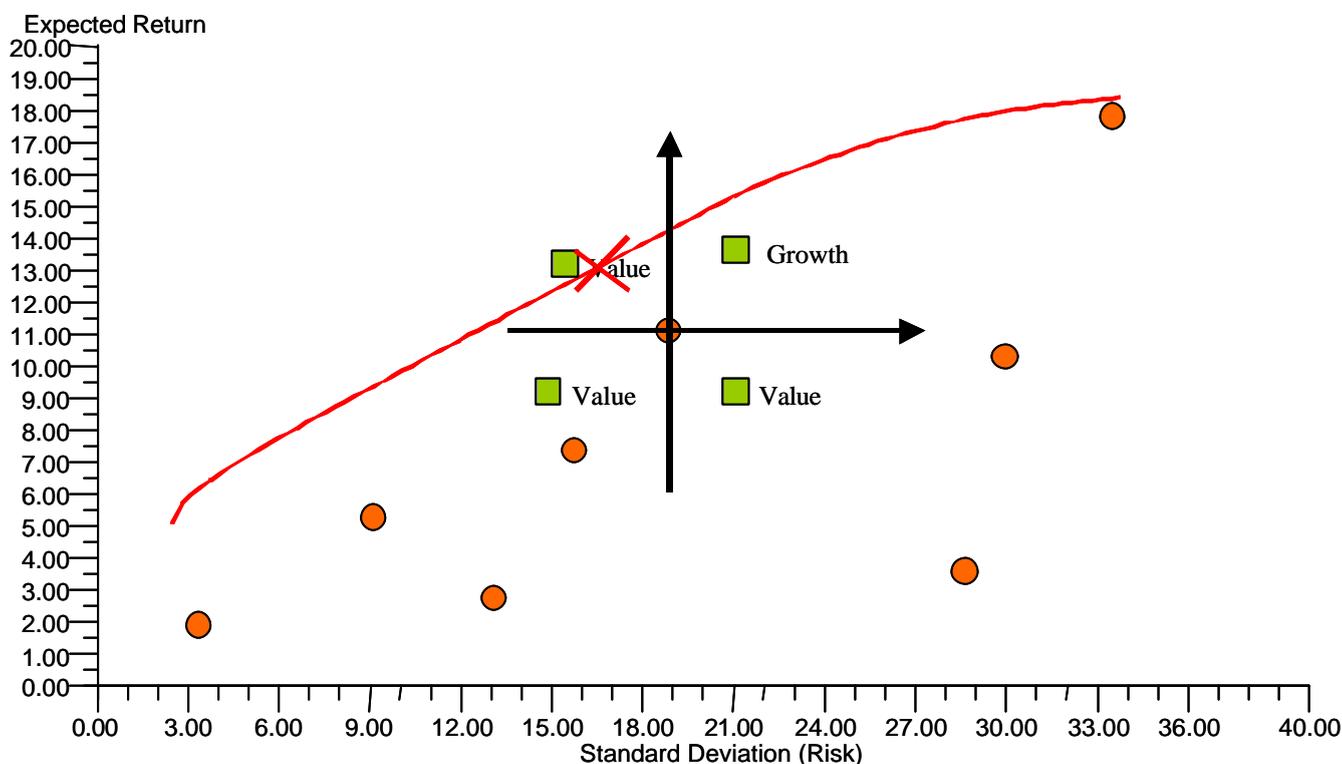
$$A \bullet w = b$$

dove b è la composizione del benchmark che si intende replicare. Anche in questo caso la severità del vincolo di uguaglianza potrebbe essere manovrata in funzione del grado di efficienza dei mercati, del grado di avversione al rischio dell’investitore e della fiducia nell’aspettativa di rendimento formulata su uno specifico stile di gestione.

Una seconda “trappola” implicita nel processo di ottimizzazione appena descritto consiste nella coerenza degli input utilizzati, con particolare riferimento all’active return. La figura 14 evoca, infatti, una situazione in cui tutti i fondi selezionati hanno un’aspettativa di active return positivo; tale circostanza appare difficilmente riscontrabile nella realtà in quanto la performance realizzata da un gestore, come osservato da Sharpe, è solo in parte riconducibile all’abilità di selection risultando prevalentemente spiegata dallo stile di gestione adottato. Conseguentemente una stima di active return positivo per un fondo growth dovrebbe essere ragionevolmente giustificata da un’aspettativa di sovraperformance dei titoli caratterizzati da tale stile di gestione, che inevitabilmente impedisce

di esprimere un'analoga aspettativa per un gestore caratterizzato da uno stile opposto, come evidenziato dalla figura 16.

Figura 16 – Gli active return dei gestori attivi con diversi stili di gestione

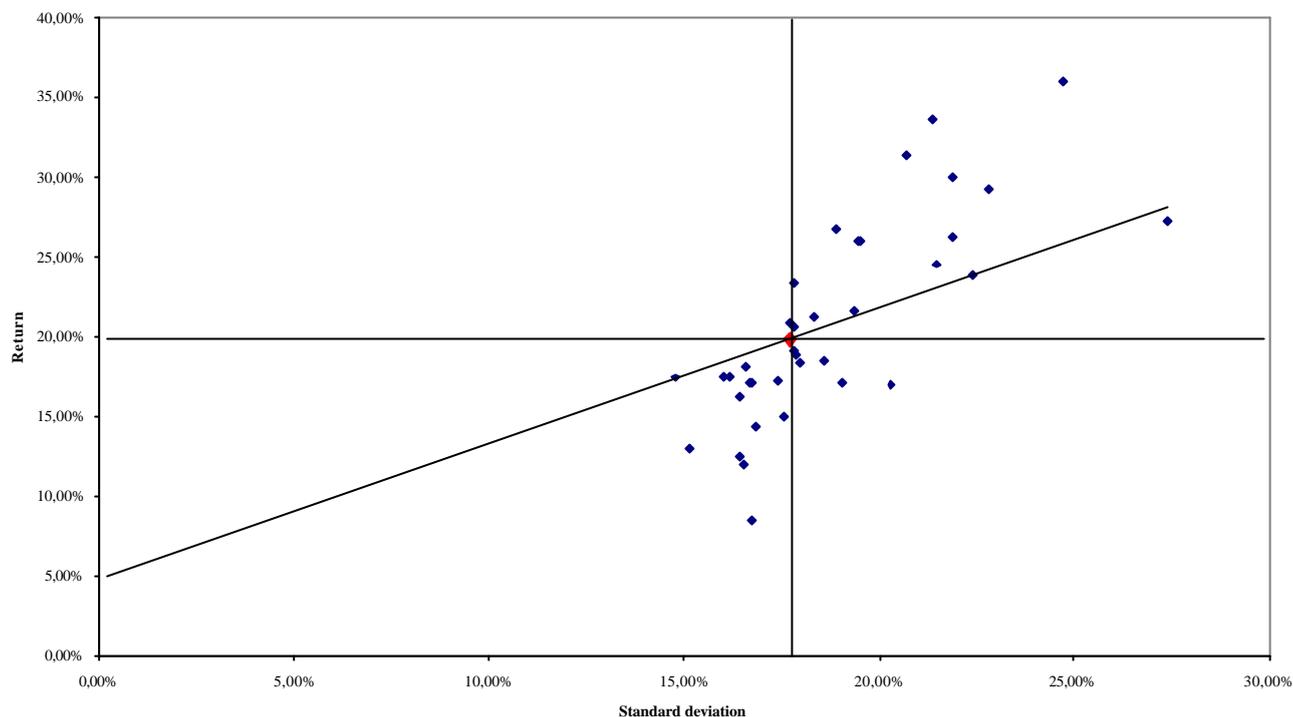


La rappresentazione grafica proposta indurrebbe ad escludere dall'ottimizzazione i gestori value in quanto caratterizzati da un active return negativo. Questa conclusione appare tuttavia affrettata per almeno due ordini di motivi:

- il gestore multimanager sarebbe condannato ad effettuare delle scommesse di stile, contraddicendo palesemente il concetto della diversificazione di stile;
- la scomposizione del rendimento di un portafoglio in style return e selection return non esclude che un gestore possa manifestare la propria abilità anche sottoperformando il benchmark di mercato.

Un esempio può ancora una volta essere utile per chiarire questa ulteriore evoluzione dei modelli multimanager. Si ipotizzi di voler selezionare alcuni veicoli di investimento che consentano di coprire il comparto azionario Europa, rappresentato dall'indice MSCI Europa. Disponendo dell'analisi storica del rendimento e del rischio è agevole identificare i gestori che sull'orizzonte temporale considerato hanno realizzato un indice di Sharpe superiore al benchmark ed un information ratio positivo.

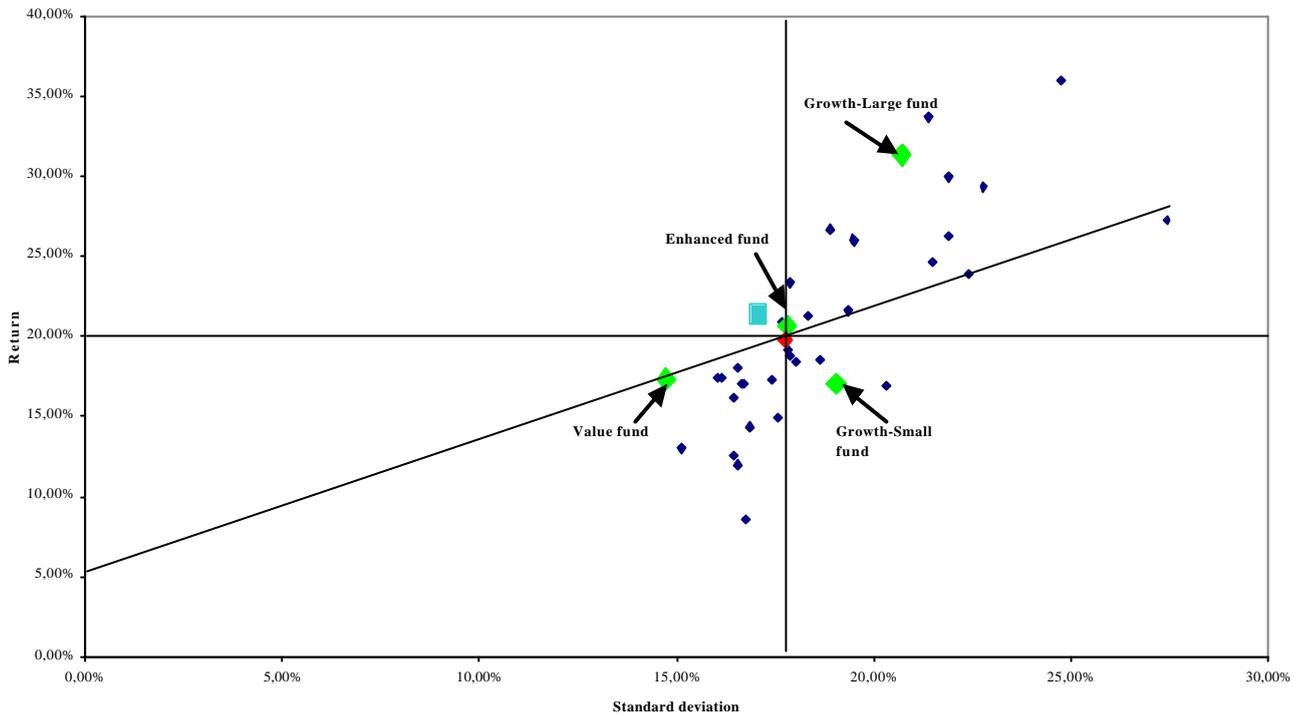
Figura 17 – Le misure di rendimento corrette per il rischio tradizionali



L'analisi dello stile di gestione adottato dai fondi che hanno realizzato un *active return* positivo evidenzia, tuttavia, una collocazione degli stessi all'interno della *style map* nel quadrante dei gestori che hanno privilegiato uno stile *large growth*. Conseguentemente, anche chi avesse avuto una perfetta capacità previsiva, circa la performance realizzata dai veicoli di investimento considerati avrebbe inevitabilmente concentrato la propria scelta sui gestori *growth*.

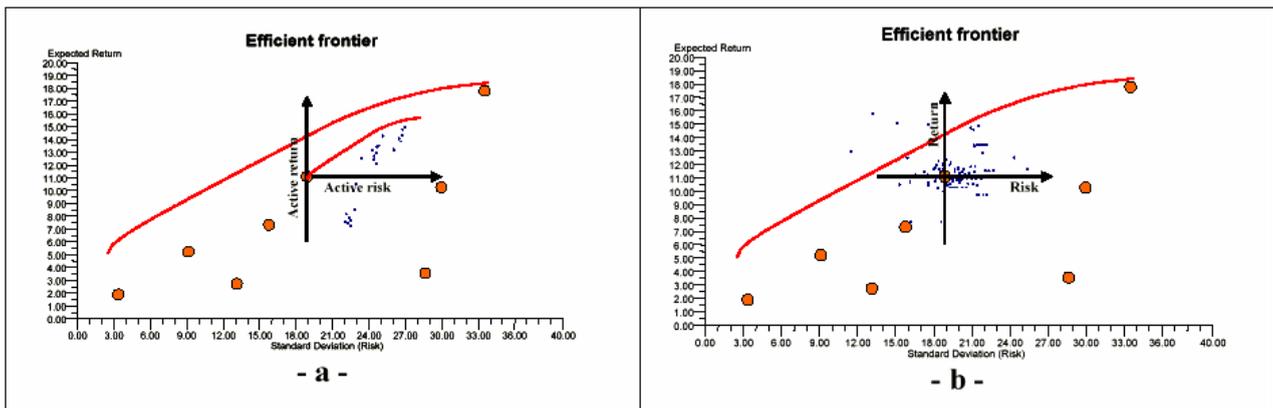
Il ricorso ad un criterio di selezione fondato sull'abilità di selection e sulla coerenza dello stile di gestione adottato avrebbe invece escluso alcuni fondi selezionati con i precedenti criteri ed incluso alcuni fondi che pur avendo seguito uno stile *value* sono stati in grado di sovraperformare il proprio benchmark di stile. La successiva ottimizzazione, vincolata al rispetto della composizione di stile del benchmark, avrebbe condotto all'investimento in quattro fondi caratterizzati da stili di gestione differenti (*Enhanced*, *Value*, *Large Growth*, *Small Growth*) e collocato il portafoglio multimanager su un profilo di rendimento-rischio più efficiente rispetto a quello del benchmark.

Figura 18 – L’ottimizzazione fondata sul selection ratio e sull’ $R^2$



Sebbene tale evidenza empirica non possa essere considerata definitiva è interessante osservare come il gestore multimanager si trovi nella selezione dei gestori di fronte alla soluzione di un trade-off potendo privilegiare una soluzione finalizzata a collocare il portafoglio nel quadrante di nord-est (Figura 19 – a)- ponendo particolare enfasi sul rendimento -, o alternativamente nel quadrante di nord-ovest (Figura 19 – b), ponendo particolare enfasi sul controllo del rischio. Ferma restando la modellistica sottostante, il primo modello è più coerente con l’esplicitazione di previsioni di rendimento rispetto al benchmark di mercato, mentre il secondo richiede l’introduzione del concetto di benchmark di stile.

Figura 19 – Gli obiettivi delle gestioni multimanager



Le considerazioni formulate sinora hanno fatto riferimento ad un approccio estremamente diffuso di ottimizzazione multimanager fondato sulla frammentazione del portafoglio nelle diverse asset class. Il rischio insito in tale approccio consiste nell'impossibilità di controllare il budget di rischio complessivo e l'effettiva composizione del portafoglio complessivo. I modelli più recenti di ottimizzazione si propongono pertanto l'obiettivo di trasferire le medesime logiche utilizzate a livello di singolo comparto di investimento all'intera asset allocation, tenendo fermo l'obiettivo di accrescere l'efficienza del portafoglio senza assumere rischi attivi generati da un allontanamento dal benchmark definito in sede di costruzione della strategia.

In conclusione vale la pena ricordare che l'esclusivo ricorso a modelli quantitativi, non è sufficiente a catturare aspetti quali la struttura organizzativa, l'efficienza del back-office, il monitoraggio dei rischi, la struttura delle commissioni, la stabilità del team di gestione, che costituiscono altrettanti aspetti da non trascurare per un'efficiente selezione e blending dei gestori.

## **Bibliografia**

Baierl G – Chen P., Choosing managers and funds: how to maximize your alpha without sacrificing your target, Ibbotson Associates, 1999.

Cinquemani G. – Siciliano G., Quanto sono grandi i vantaggi della diversificazione? Un'applicazione alle gestioni patrimoniali in fondi e ai fondi di fondi, Quaderni di Finanza, Consob, n. 47, Aprile 2001

Demakis D., Optimization of active risk across asset classes, Roger Casey, 1997

Fant F. - O' Neal E., Do you need more than one manager for a given equity style? The Journal of Portfolio Management, Summer 1999

Flood E.- Ramachandran N., Integrating active and passive management, The Journal of Portfolio Management, Fall 2000

Grinold R. – Kahn R., Information analysis, The Journal of Portfolio Management, Spring 1992

Grinold R. – Kahn R., Active portfolio management, Mc Graw Hill, 2000

Gupta F. – Prajogi R.- Stubbs E., The information ratio and performance, The Journal of Portfolio Management, Fall 1999

Linciano N – Marrocco E., Fondi di fondi e accordi di retrocessione. Analisi degli effetti degli accordi di retrocessione sulle scelte di investimento e sui costi a carico dei patrimoni gestiti, Quaderni di Finanza, Consob, n. 49, Novembre 2001

Lucas L., Hitting the target: how to implement an optimal portfolio using mutual funds, Ibbotson Associates

O' Neal E., How many mutual funds constitute a diversified mutual fund portfolio, Financial Analysts Journal, 1997

Sharpe W., Decentralized investment management, The Journal of Finance, n. 2, 1981

Sharpe W., The arithmetic of active management, Financial Analysts Journal, 1991

Sharpe W., Budgeting and monitoring the risk of defined benefit pension funds, <http://www.stanford.edu/~wfsarpe/art/q2001/q2001.htm>, 2001

Waring B.-Whitney D. –Pirone J.-Castille C., Optimizing manager structure and budgeting manager risk, The Journal of Portfolio Management, Spring 2000