

**Paolo Sasseti**

***Piccolo manuale  
di  
autodifesa finanziaria***



**Edizioni “Caserecce”**

**Maggio 2005**

*Ai miei genitori e  
all'alba di una nuova era*

La distribuzione di questo “Piccolo manuale” è libera ma deve farsi rispettando l’integrità del testo.

La stampa di questo documento su una stampante professionale a colori e la rilegatura in libro delle pagine consentono di fare un regalo originale ed utile ai vostri amici ed ai vostri conoscenti.

È consigliato il formato della carta 14,5 x 21 cm.

(versione 1.3)

## Avviso

Questo libro raccoglie un gruppo di articoli di Paolo Sasseti che trattano, in estrema sintesi ed in maniera discorsiva, alcuni dei temi affrontati nel suo corso di autodifesa finanziaria su CD-Rom intitolato *Judo finanziario*. Una presentazione del corso si trova ai link:

[http://xoomer.virgilio.it/cybercat56/Judo\\_finanziario.html](http://xoomer.virgilio.it/cybercat56/Judo_finanziario.html)

[http://xoomer.virgilio.it/cybercat56/Introduzione\\_al\\_corso.pdf](http://xoomer.virgilio.it/cybercat56/Introduzione_al_corso.pdf)

Il corso può acquistarsi direttamente presso l'autore, contattandolo al link:

<http://xoomer.virgilio.it/cybercat56/Contacts.html>

[paolo\\_sasseti@yahoo.it](mailto:paolo_sasseti@yahoo.it)  
[Costanza\\_Consulting@BrianzaEst.it](mailto:Costanza_Consulting@BrianzaEst.it)

con pagamento contrassegno, oppure presso i rivenditori indicati al primo dei link sopra indicati.



## Indice

Cos'è lo <i>Judo finanziario</i> . Intervista a Paolo Sasseti	pag. 5
Miti ed equivoci dello Sharpe Ratio	pag. 10
Antidoti per i finti fondi flessibili	pag. 16
Fondi etici? No, grazie	pag. 22
Volatilità, mia divina, ti preferisco asimmetrica	pag. 29
USA ed Italia a confronto sulla gestione sistematica di portafoglio	pag. 38
Il caso dei fondi gemelli (omozigoti)	pag. 45
Le performance dei fondi persistono?	pag. 49
L'AlfaBeto dei fondi comuni	pag. 54
La legge di Lavoisier applicata alle polizze vita rivalutabili	pag. 60
Patologia della complessità finanziaria	pag. 68
Biografia dell'Autore	pag. 77

## Cos'è lo Judo finanziario. Intervista a Paolo Sassetti

di Diego Pastorino

Paolo Sassetti ci parla del suo corso di “autodifesa finanziaria” su CD Rom. È un'opera originale che, in maniera irriverente e anticonformista, tratta di fondi comuni, Etf, reddito fisso, polizze, fondi etici, asset allocation, ecc.. È destinato ai semplici risparmiatori ma anche i promotori finanziari lo troveranno interessante ...

**Domanda** – Paolo, come nasce *Judo finanziario*? Cosa ti ha spinto a predisporre delle lezioni sul tema dell'autodifesa finanziaria?

**Risposta** – *Judo finanziario* nasce da molteplici stimoli esercitati su di me da persone diverse che, in modi e tempi diversi, mi hanno spronato a scriverlo. Inizialmente ero scettico sulle possibilità di successo di quest'iniziativa editoriale ma alcuni riscontri che ebbi lungo il cammino mi fecero cambiare idea. Ad esempio, nel paese dove vivo in provincia di Milano, che ha solo 7 mila anime, nell'Aprile del 2004 grazie all'organizzazione della locale biblioteca, decisi di tenere tre lezioni serali sul tema della selezione dei fondi comuni d'investimento. La notizia si sparse in rete e per tre sere riempimmo l'aula magna delle scuole medie. Vennero da Milano, Brescia, Bergamo, Genova per ascoltare su questo argomento. Giunsero persino promotori finanziari e bancari (mimetizzati, ma neanche troppo), insomma fu un successo di pubblico inaspettato. Furono lezioni lunghe, di due ore ciascuna, senza intervalli, e nessuno, in alcuna sera, si alzò neanche per andare a “fare pipì”, tanto era l'interesse ... “*Possibile che debbano venire da grandi città in un piccolo centro per ascoltare delle lezioni su questo tema?*” mi chiesi. La ragione è che in Italia c'è una vera *tabula rasa* sull'argomento, non esiste quasi educazione finanziaria rivolta ai risparmiatori “comuni” perché un popolo di risparmiatori educati e consapevoli rappresenterebbe un boomerang per molte istituzioni finanziarie rivolte al mer-

cato *retail* che vivono sulla rendita delle asimmetrie informative.

Così, quella che viene spacciata per educazione finanziaria è principalmente informazione di base, asettica ed infantile (cos'è un'azione, cos'è il dividendo, cos'è un'obbligazione, cos'è un fondo comune d'investimento) che insegna l'ABC della finanza ma non libera le menti dalla schiavitù dei condizionamenti pubblicitari e dell'informazione finanziaria superficiale e condizionata.

**D** – L'ABC della finanza e degli impieghi possibili del risparmio andrebbe insegnata nelle scuole, a partire dalle scuole medie, anche perché il risparmio un è valore affermato costituzionalmente ...

**R** – È esatto. E su questa base potrebbe innestarsi più facilmente un'educazione di livello, diciamo, universitario. Ciò non toglie che, mentre esiste un'offerta formativa articolata per incentivare il “fai da te” finanziario (dall'analisi finanziaria delle società quotate ai corsi per il trading), in Italia non esiste un'offerta formativa strutturata per orientarsi nella giungla dei prodotti finanziari. Attenzione, questo non è solo un problema italiano, è comune a molti altri Paesi. Infine, devo anche dire che questo lavoro è la continuazione ideale di quello che considero forse il mio migliore lavoro “politico”, un *pamphlet* intitolato *Perché liberalizzare la gestione del risparmio*. È un *pamphlet* di circa 90 pagine (gratuitamente disponibile on line) di denuncia di alcune distorsioni del nostro sistema dell'intermediazione finanziaria. Quando uscì, nel Febbraio del 2003, *Soldi On Line* partecipò ad un tavolo rotondo virtuale sui temi sollevati ma, ciononostante, il *pamphlet* passò quasi inosservato. Eppure trattava di questioni successivamente diventate di grande attualità nel dibattito economico (la concorrenza bancaria, il ruolo delle banche nel nostro sistema finanziario) ed ha persino svolto una funzione di battistrada per alcuni cambiamenti normativi.

**D** – In che senso?

**R** – Ad esempio, in questo documento ho dettagliatamente dimostrato l'iniquità del meccanismo di calcolo delle commis-

sioni di performance dei fondi comuni d'investimento, così come è consentito oggi da un evidente "buco" normativo. Circa un anno dopo l'uscita di questo pamphlet e dopo che scrissi più volte al Governatore Fazio su questo tema (in privato ed in pubblico), la Banca d'Italia ha avviato una riforma dei regolamenti dei fondi comuni anche con riferimento al calcolo delle commissioni di performance. Negli USA questa riforma nei regolamenti dei fondi fu realizzata nel lontano 1971, da noi entrerà in vigore con tutta probabilità a fine 2006.

**D** – Come è strutturato il corso?

**R** – Il corso è in Power Point, sono le lezioni che ho tenuto a Legnano, Vimercate, Verona, Milano. Alcune slide sono da me commentate anche a voce. Un aspetto metodologico interessante e persino "chiave" è che questo corso si basa sulla metodologia dei casi, una metodologia ormai dominante nell'insegnamento economico universitario. Attraverso un processo di induzione dal caso particolare alla situazione generale è più facile insegnare ed apprendere. Naturalmente, siccome analizzo casi reali di distruzione di ricchezza da parte di specifici prodotti finanziari, la faccenda risulta un po' scomoda. Questo è un corso che non verrà mai promosso da una banca, solo il Presidente Ciampi, con la sua sensibilità economica ed il suo retroterra culturale da "azionista", poteva mandarmi un messaggio d'apprezzamento e d'incoraggiamento.

**D** – Quali sono i principali temi trattati?

**R** – Il tema centrale resta quello della selezione intelligente e razionale dei fondi comuni attraverso l'analisi grafica e l'analisi parametrica. Ma molti altri temi sono trattati: i prodotti monetari ed obbligazionari, gli Etf, i prodotti finanziari (sedicenti) etici, le tecniche dinamiche di asset allocation, le polizze assicurative, ecc.. Il tutto sempre con un occhio alla implementabilità pratica anche da parte di non specialisti. Questo è veramente un corso non accademico volto ad offrire concreti strumenti di analisi e di decisione.

**D** – Come ti è venuto in mente il titolo *Judo finanziario*?

**R** – Lo judo è un'arte marziale che ha scopi prevalentemente difensivi e non offensivi. Ho scoperto che l'accostamento tra

la finanza e lo judo era stato fino ad oggi estremamente sporadico anche negli Stati Uniti e mi è parsa una immagine efficace.

**D** – Ci sono particolari peculiarità da sottolineare nel corso?

**R** – L’irriverenza e l’anticonformismo della trattazione. Non ho avuto riguardo per alcun santuario della finanza, ho “tirato le orecchie” a noti banchieri quando alcuni prodotti venduti dalle loro banche erano incredibilmente scadenti e dannosi. E mi chiedevo: *“Com’è possibile che continuino a vedere questo prodotto-canaglia? Ma il marketing delle loro banche si rende conto di cosa sta vendendo? Che, quando i loro clienti se ne renderanno conto, si sarà irrimediabilmente infranto il rapporto di fiducia?”*. Ho cercato di alleggerire l’intrinseca pesantezza dei temi trattati con un filo di ironia che pervade tutto il corso. Quasi ogni slide è commentata da un piccolo disegno o da una piccola foto manipolata: un cliente con l’anello al naso, una roulette russa, Pinocchio, il gatto e la volpe, il fungo atomico, ecc.. Tutti simboli che richiamano i concetti delle bugie, delle truffe legalizzate e della distruzione di ricchezza perpetrate ai danni dai risparmiatori. Il rating dei fondi è altrettanto originale: cassonetti dell’immondizia al posto delle più tradizionali stelle di Morningstar, persino rumori irriverenti ...

**D** – Rumori irriverenti?

**R** – Come definiresti il rumore di uno sciacquone abbinato ad un prodotto scadente?

**D** – Lo scopo del corso qual è, alla fin-fine?

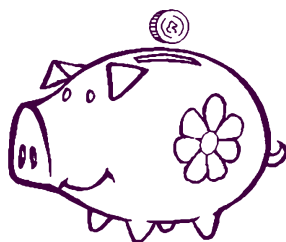
**R** – Lo scopo di questo corso è di offrire degli agili strumenti d’analisi perché i risparmiatori possano districarsi autonomamente nella giungla finanziaria ed evitare i prodotti-bidone. I prodotti validi sono una netta minoranza sul nostro mercato, ma qualcuno c’è. Insomma, il suo scopo è quello di insegnare a pescare e non quello di vendere il pesce.

**D** – E, infine, perché hai scelto il supporto di un Cd-Rom anziché un più tradizionale libro?

**R** – Per tre ragioni. Prima di tutto, sarebbe stato impossibile stampare un libro a colori di oltre 700 pagine. Per non parlare



dei rumori irriverenti, ma questo è un dettaglio. Secondariamente, i file in formato Excel allegati sono importanti per la comprensione di alcuni concetti. In altri termini, questo non è solo un libro, è una guida intelligente che allena il lettore ad alcuni “esercizi”. Da questo punto di vista ho cercato di comportarmi da divulgatore, da Piero Angela della finanza, ma senza perdere di vista che non sono un giornalista ma un analista finanziario e che quindi ho il dovere di andare a snidare i luoghi comuni finanziari. Infine, un Cd-Rom è molto più facile da “piratare” di un libro .... Il successo di questo mio lavoro si misurerà dalle vendite ma anche dalle duplicazioni illegali. Tutto sommato, confido in entrambe... perché questo corso è stato scritto con scopi “democraticamente eversivi” dell’ordine finanziario parassitario ... Per cui, se, chi compra il CD, poi lo duplica per venti suoi amici, lo considererei comunque un successo personale...



## Miti ed equivoci dello Sharpe Ratio

Lo Sharpe Ratio è ormai diventato il “ricettario” più popolare per la selezione dei fondi comuni. Non esiste pubblicazione finanziaria di massa che non riporti questo indice nelle classifiche dei fondi comuni. Ma è un indicatore veramente utile o si presta a gravi distorsioni nella selezione dei prodotti finanziari?

Vediamo innanzitutto come questo indicatore viene calcolato:

$$SR = \frac{R_f - R_{rf}}{V_f}$$

Dove:

**SR** = Sharpe Ratio

**R<sub>f</sub>** = Rendimento del fondo

**R<sub>rf</sub>** = Rendimento risk free (tipicamente dei titoli di Stato)

**V<sub>f</sub>** = Volatilità del fondo

In altri termini, lo Sharpe Ratio si candida ad essere un indice di **efficacia gestionale** che misura il rendimento differenziale di un fondo (o di un altro prodotto finanziario) rispetto al rendimento dei titoli di Stato per unità di volatilità del fondo e quindi (in una comune anche se semplicistica accezione) per unità di rischio del fondo stesso.

Ma questo indicatore merita realmente di essere tenuto in alta considerazione per la selezione dei fondi come alcuni “consulenti” dichiarano di fare? No di certo. Lo Sharpe Ratio può essere utilizzato solo come indicatore di verifica e di controllo, non certo come indicatore principale per la selezione. Per due ragioni principali:

- 1) la relazione tra rischio e rendimento nei portafogli finanziari non è affatto lineare e, per perseguire l’obiettivo di rendimenti crescenti, è necessario accettare volatilità più che proporzionali, il che riduce lo Sharpe Ratio;

- 2) Sharpe Ratio elevati possono indicare non eccellenze gestionali ma semplicemente situazioni di stress speculativo.

Analizziamo singolarmente queste obiezioni.

**Tabella 1**

Tabella 1		
	Fondo A	Fondo B
Anno 1	4,00%	4,00%
Anno 2	12,00%	20,00%
Anno 3	4,00%	4,00%
Anno 4	12,00%	20,00%
Anno 5	4,00%	4,00%
Anno 6	12,00%	20,00%
Anno 7	4,00%	4,00%
Anno 8	12,00%	20,00%
Rendimento medio	8,00%	12,00%
Deviazione standard	4,30%	8,60%
Tasso risk free	3,00%	3,00%
Sharpe Ratio	1,17	1,05

Consideriamo, ad esempio, il confronto tra i due ipotetici fondi della **tabella 1**. Il fondo B presenta un rendimento medio nettamente superiore al fondo A ma la volatilità dei suoi rendimenti è doppia solo perché, mentre presenta un rendimento annuo minimo uguale a quello del fondo A (4%), il suo ren-

dimento annuo massimo (20%) è molto più elevato di quello del fondo A (12%). Lo Sharpe Ratio del fondo A risulta più elevato di quello del fondo B e, pertanto, la selezione effettuata col puro Sharpe Ratio porterebbe a selezionare il fondo A. Il che è palesemente assurdo.

Da notarsi il ruolo svolto dall'interesse risk free. Se questo salisse dal 3 al 5%, i valori relativi dello Sharpe Ratio si invertirebbero ed il fondo B risulterebbe più attrattivo (**tabella 2**).

**Tabella 2**

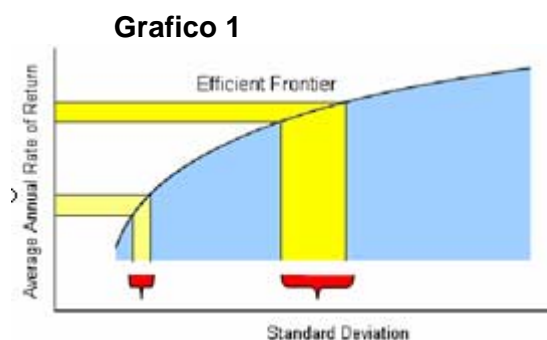
<b>Tabella 2</b>		
<b>Anno 1</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>
<b>Anno 2</b>	<b>12,00%</b>	<b>20,00%</b>
<b>Anno 3</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>
<b>Anno 4</b>	<b>12,00%</b>	<b>20,00%</b>
<b>Anno 5</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>
<b>Anno 6</b>	<b>12,00%</b>	<b>20,00%</b>
<b>Anno 7</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>
<b>Anno 8</b>	<b>12,00%</b>	<b>20,00%</b>
<b>Rendimento medio</b>	<b>8,00%</b>	<b>12,00%</b>
<b>Deviazione standard</b>	<b>4,30%</b>	<b>8,60%</b>
<b>Tasso risk free</b>	<b>5,00%</b>	<b>5,00%</b>
<b>Sharpe Ratio</b>	<b>0,7</b>	<b>0,82</b>

Quindi lo Sharpe Ratio determina la selezione tra fondi anche sulla base di un fattore (il rendimento risk free) estraneo ai fondi.

Ma c'è una seconda obiezione che assesta una critica radicale all'utilità dello Sharpe Ratio come strumento principale di selezione dei fondi.

Non si riflette mai abbastanza su fatto che, così come in fisica la resistenza dell'aria aumenta con il quadrato della velocità, analogamente in economia la volatilità aumenta in maniera più che proporzionale rispetto al rendimento, facendo ingiustamente apparire come inefficienti fondi che, invece, svolgono egregiamente il loro lavoro. Lo Sharpe Ratio, purtroppo, non coglie assolutamente questo aspetto, anzi, tende a privilegiare i fondi a basso rendimento/bassa volatilità.

Specialmente in una fase di bassissimi tassi di interesse come quella attuale. La *concavità* della frontiera efficiente di portafoglio illustra chiaramente questo concetto (**grafico 1**)



Per un dato livello di volatilità tale curva indica il massimo rendimento conseguibile dal portafoglio efficiente, per un dato livello di rendimento indica la minima volatilità possibile. La curva è strutturalmente concava e questo indica che, per ottenere rendimenti crescenti, è necessario accettare livelli più che proporzionali di volatilità. Ma questo, specie in presenza di bassi tassi d'interesse risk free, riduce lo Sharpe Ratio e fa apparire meno efficienti prodotti con rendimenti più elevati e, necessariamente, *volatilità proporzionalmente più che elevate*. Infine, uno studio condotto da Morningstar sui fondi statunitensi con i migliori Sharpe Ratio nell'anno 1999 identificò

quattro fondi leader per Sharpe Ratio le cui performance nei 3 anni successivi furono, tuttavia, le seguenti (**tabella 3**):

**Tabella 3**

Tabella 3				
	2000	2001	2002	Cumulativo
Fondo A	-27%	-47%	-43%	-78%
Fondo B	-32%	-29%	-21%	-62%
Fondo C	-10%	-44%	-56%	-78%
Fondo D	-65%	-50%	-42%	-90%

Come può immaginarsi, erano tutti fondi tecnologici. Questo studio evidenziò una cosa lapalissiana ma ancora oggi ammesa denti stretti, ovvero sia che nelle fasi speculative di mercato i fondi maggiormente speculativi presentano spesso gli Sharpe Ratio più elevati ma questo non è affatto indice di eccellenza gestionale, bensì semplicemente di rischio più elevato. E, pertanto, in quelle fasi lo Sharpe Ratio andrebbe addirittura interpretato in maniera opposta a quella tradizionale.

In altri termini, lo Sharpe Ratio è un indicatore dalla doppia faccia che andrebbe utilizzato con grande cautela e mai come indicatore principale per selezionare i prodotti. La sua popolarità è legata all'illusione di poter sintetizzare un giudizio complesso sulle performance gestionali dei prodotti finanziari in una formula semplicistica.

Ecco, ad esempio, quello come ancora oggi un società di consulenza patrimoniale commenta l'uso dello Sharpe ratio:

*“Una volta decisa la ripartizione del portafoglio di famiglia tra azionario, obbligazionario e liquidità in modo coerente con i propri bisogni finanziari, come si scelgono i fondi comuni con cui realizzare concretamente questa asset allocation? Privilegiando, all'interno*

*delle categorie prescelte, quei prodotti che hanno dimostrato di offrire più valore aggiunto degli altri. Ma come si fa a costruire una valutazione di questo tipo? La soluzione sta nell'indice di Sharpe. Con Sharpe si misura l'AFFIDABILITA' di un fondo, in termini di mantenimento nel tempo delle performance passate. Utilizzare nelle scelte di investimento l'indice di Sharpe significa proteggersi per conseguire valide performance nel tempo. Le valutazioni di Sharpe, premio Nobel per l'Economia, sono scientificamente da preferire ai pareri di bancari e promotori. Sharpe è obiettività. Sharpe è scientificità”.*

Per chi semplifica la realtà in questo modo, il bagno di sangue finanziario è assicurato ...

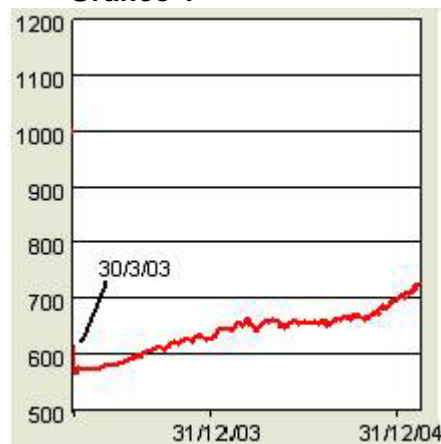


## Antidoti per i finti fondi flessibili

Verso metà del 2004 la mia attenzione fu attirata dall'articolo d'un giornalista che commentava alcune novità nei prodotti del risparmio gestito. L'articolo era improntato ad una complessiva generosità di giudizio sui fondi e le Sicav presentati ai lettori.

Tra i giudizi più entusiasti vi era quello su una Sicav lussemburghese che aveva avviato la sua operatività solo pochi mesi prima, il 30 Marzo 2003. La Sicav era specializzata in società europee, aveva una filosofia flessibile d'investimento (potendo portare a zero la percentuale azionaria) e – con il nome accattivante e sintomatico di *XYZ Absolute Return* – dichiarava di perseguire l'obiettivo di un rendimento positivo, indipendentemente dall'orientamento del mercato. La Sicav veniva presentata, dunque, come un prodotto moderno, efficiente e di ultima generazione. I primi mesi d'operatività della Sicav XYZ parevano effettivamente accreditare il giudizio del giornalista: la curva del Net Asset Value del fondo era progredita con una certa regolarità ed una contenuta volatilità (**grafico 1**).

**Grafico 1**





Decisi di approfondire le caratteristiche della Sicav, incuriosito dalla coincidenza che dividevo la mia data di nascita con la data di lancio della Sicav stessa. Rilevai, innanzitutto, che i principali mercati azionari del mondo avevano toccato i loro minimi intorno a metà Marzo 2003. Il lancio della Sicav a fine Marzo, tutto sommato, aveva avuto la buona sorte di cogliere l'ondata rialzista dei mercati quasi dal loro inizio. Quello che il giornalista non aveva rilevato è che la Sicav di nuova generazione altro non era che una vecchia Sicav che aveva cambiato denominazione e politica di gestione in data 30 Marzo 2003.

Quando un fondo (od una Sicav) cambia politica di gestione, può legittimamente far tabula rasa della sua storia passata, cioè cancellarla. Di fatto, se la politica di gestione della Sicav in questione fosse effettivamente e significativamente mutata, è come se si fosse trattato di una Sicav del tutto nuova e diversa e, quindi, il confronto con il precedente *track record* si sarebbe dovuto persino considerare metodologicamente scorretto.

Tuttavia, può talvolta avvenire che questa discontinuità col passato venga decisa per una deliberata scelta di marketing o per pura necessità, quando la storia gestionale del fondo non è particolarmente brillante e diventa imbarazzante ai fini del suo collocamento. Giudicare *ex ante* il grado di reale discontinuità gestionale d'un fondo rispetto al passato non è davvero cosa facile. È un processo che dovrebbe passare attraverso un'analisi sul campo delle strategie e tattiche d'investimento.

Per fare un confronto che gioca sulla coincidenza tra la mia data di nascita ed il lancio del fondo, è come se mi fossi abbassato l'età di qualche anno ed avessi cancellato dal mio curriculum qualche investimento non propriamente brillante.

In effetti, ricostruendo la storia della vecchia Sicav e dell'Araba Fenice risorta dalle sue ceneri, il quadro che veniva fuori era quello d'una vecchia Sicav che aveva pagato duramente il ritracciamento dei mercati negli anni 2000-2002 (**grafico 2**), che era stata liquidata e che, nella sua scatola vuota, aveva subito l'innesto di una politica di investimento diversa, sia per strategia, sia per area geografica.

Grafico 2



Infatti, la vecchia Sicav (la “Mixed”) era specializzata in obbligazioni convertibili nord-americane ma storicamente aveva subito drammaticamente le fluttuazioni dell’indice MSCI Nord America, come se fosse stato un prodotto azionario puro. Da qui, con tutta probabilità, la delusione dei sottoscrittori e la liquidazione del veicolo.

Ma l’analisi poteva farsi ancora più incisiva. Poiché la nuova strategia dichiarata dalla nuova Sicav (la “Absolute Return”) era quella d’investire in società europee, il confronto con *un benchmark* come il MSCI Europe appariva, in prima approssimazione, più che ragionevole. Se è vero che i fondi flessibili non hanno l’obbligo di dichiarare il *benchmark* e le Sicav di diritto estero non lo hanno mai, nessuno vieta all’analista-risparmiatore-investitore “astuto” di sovrapporre ad una Sicav o ad un fondo flessibile un *benchmark* giudicato *potenzialmente coerente* con la sua politica ed i suoi mercati geografici d’investimento. Ovviamente esiste una scuola di pensiero che si oppone a questo confronto perché ritiene che questo confronto sia “politicamente scorretto”. È una scuola di pensiero

che rispetto ma preferisco restare “politicamente scorretto” quando la scorrettezza politica offre spunti di indagine utili ad una scelta razionale.

Realizzando questo confronto su un ciclo completo di mercato *bull & bear*, esso ci suggerisce se sarebbe stato meglio perseguire una strategia d’indicizzazione al *benchmark* piuttosto che una politica di investimento flessibile. Ci offre, in definitiva, informazioni utilissime sulle capacità gestionali del gestore e/o, come vedremo oltre, sulla veridicità della strategia di gestione dichiarata nel Prospetto Informativo del fondo.

Nel nostro caso appare evidente che la vecchia Sicav “pensionata” aveva sofferto più o meno come l’indice MSCI Nord America ma con un volatilità persino maggiore dello stesso indice azionario e che aveva colto la ripresa sui mercati per presentarsi agli investitori con una nuova verginità. Appare anche evidente che la nuova Sicav presenta una volatilità minore rispetto a quella vecchia ma al prezzo di non riuscire a star dietro al *benchmark* “politicamente scorretto” MSCI Europe nei mercati rialzisti. Tutto sommato, bisognerebbe almeno verificare in un ciclo di mercato orso come il *lifting* gestionale abbia modificato la capacità del fondo di contenere le perdite. Per questa ragione questa è una Sicav che può anche essere messa sotto osservazione ma non sottoscritta oggi, prima della prova del nove di un ciclo ribassista accentuato. Sul mercato esistono prodotti che hanno già passato il vaglio di un ciclo completo di borsa (*bull & bear*). Più in generale, un consiglio che ripeto in continuazione è di non sottoscrivere prodotti finanziari con una storia troppo breve o, addirittura, senza storia a meno che non si conosca personalmente il gestore e non si sia analizzata la sua strategia d’investimento.

L’esercizio di confrontare un fondo (dichiarato) flessibile con un *benchmark* idoneo offre degli utili spunti di riflessione sul suo effettivo grado di flessibilità, ovverosia su quanto questa flessibilità venga effettivamente sfruttata.

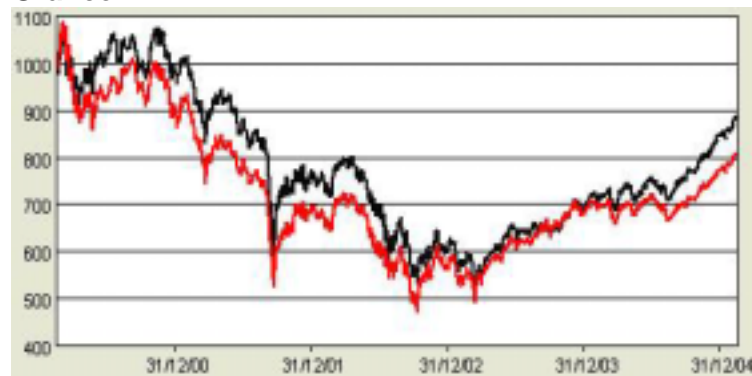
Il **grafico 3**, ad esempio, rappresenta l’andamento d’un fondo flessibile specializzato sul mercato azionario italiano. Questo è quanto ci verrebbe mostrato nel Prospetto Informativo e nella documentazione pubblicitaria.

**Grafico 3**



Ma il **grafico 4**, che lo confronta con l'indice MSCI Italy, ci rivela che questo fondo flessibile è un realtà un "semiflessibile" che si comporta, purtroppo, peggio d'un indicizzato puro ma con un livello commissionale nettamente superiore (il che è una delle cause delle sue peggiori performance).

**Grafico 4**



Questa tecnica del confronto tra un fondo flessibile ed il suo *benchmark* "politicamente scorretto" può diventare la bestia

nera di molti gestori ma anche l'angelo custode di molti investitori, in quanto offre informazioni d'eccezionale interesse ed utilità per evitare errori grossolani nella selezione dei fondi. Infatti, esiste un radicato filone di pensiero che giudica che l'imposizione del *benchmark* nei prospetti informativi dei fondi abbia alimentato il dilagante processo di indicizzazione dei fondi stessi. Io la penso diversamente ma, ovviamente, chi abbraccia questo diverso filone di pensiero vede come fumo negli occhi che si possa sovrapporre un *benchmark* "idoneo" addirittura ad un fondo flessibile che, per regolamento, non è tenuto a questo accostamento. Eppure, proprio questo accostamento "contro natura" offre molte più informazioni di quanto non si sospetti a prima vista, prima fra tutte quella sull'effettivo grado di sfruttamento dei gradi di libertà concessi ai gestori dei fondi flessibili.

Come dite? Volete conoscere i nomi della Sicav e del fondo in questione? Li trovate nel CD *Judo finanziario*.



## Fondi etici? No, grazie (per lo meno, non questi)

In un'epoca di *buonismo* imperante il titolo di questo articolo può suonare stonato ma, come cercherò di spiegare, il mio (documentato) sospetto nutrito verso i fondi *cosiddetti* etici non intende essere assoluto ma solo subordinato a talune loro caratteristiche, peraltro molto frequenti.

Giudico, invece, il tema più ampio della “finanza etica” un argomento estremamente serio e meritevole di attenzione e di rispetto, sia laddove la “finanza etica” tratta i rapporti tra il Nord ed il Sud del globo ed il tema del microcredito alle popolazioni sottosviluppate, sia laddove riguarda il tema della responsabilità sociale ed ambientale delle imprese.

Ma, a fianco di una “finanza etica” meritevole di rispetto, negli ultimi anni abbiamo assistito ad una mercificazione e banalizzazione del concetto, più o meno veritieramente incorporato in prodotti finanziari destinati ai risparmiatori. Nel caso dei fondi comuni eticamente più seri (che, pure, esistono) la contropartita minima per la loro eticità pare essere la necessità di dover accettare rendimenti più bassi dei fondi *non* etici comparabili. E questo avviene mentre un coretto mediatico ben orchestrato inneggia alle splendide prospettive della finanza etica dove gli interessi di diversi soggetti si comporrebbero in maniera armoniosa ed idilliaca nel nome dell'eticità delle scelte d'investimento.

\* \* \* \* \*

Ma andiamo con ordine. Iniziamo col definire cosa siano i fondi etici. I fondi etici sono fondi comuni che *non* investono in società che abbiano conseguito un rating etico insufficiente o che, sia pur un senza rating etico formalmente negato, siano state negativamente giudicate sotto il profilo etico dai gestori dei fondi o da “comitati etici” appositamente costituiti. Nel 2004, i fondi italiani che si dichiaravano etici erano una trentina per un importo gestito complessivo di 1,3 mld di euro, quelli europei armonizzati erano alcune decine. Tuttavia, la **definizione di eticità** dei fondi etici è una pura “**auto-**

**definizione” delle società di gestione.** In altri termini non esiste (ne’ potrebbe esistere) un organismo che definisce etici o non etici i fondi comuni in base a criteri assoluti.

Esiste un’ovvia impossibilità a definire criteri univoci di eticità per le società quotate. Anche solo attenendoci al basilare criterio di esclusione/esclusione settoriale, mentre ormai esiste convergenza sulla necessità di escludere le società che operano nei settori del tabacco, alcol, gioco d’azzardo, pornografia ed armamenti, esiste assai meno unanimità sull’esclusione di settori quali l’energia atomica, gli o.g.m., la contraccezione, la sperimentazione sugli animali di farmaci e cosmetici, ecc..

Se l’etica è relativa allora possono verificarsi situazioni curiose come quella che riguarda l’unico Etf etico quotato in Italia, sedicente etico ovviamente, ma sedicente ne’ più ne’ meno come tutti i fondi etici.

Questo Etf è una Sicav di diritto irlandese gestita dalla Sgr di un’importante banca italiana ed investe staticamente in un paniere di 150 società europee dell’area Euro classificate come etiche. Tale paniere di società etiche include la stessa banca che controlla la Sgr. La classificazione di eticità non è stabilita dalla Sgr che gestisce l’Etf ma, più diplomaticamente, è fornita da una società di consulenza esterna cui è appaltato il rating etico.

Ma qui sorge la prima implicazione di natura definitoria: per questa società di rating etico, consulente della Sgr, la banca in questione è essa stessa “etica” e, quindi, può rientrare nello stesso Etf gestito; per un’altra società italiana di rating etico la stessa banca si posiziona, invece, in fondo alla classifica di eticità e, pertanto, non potrebbe rientrare nell’Etf.

Chi ha ragione tra queste due società di rating etico? Entrambe sono società serie e, probabilmente, in relazione ai diversi punti di vista assunti, hanno ragione entrambe. Ma questa equivalenza complica il problema: conferma che la classificazione delle società tra etiche e non etiche è assolutamente relativa e questa relatività, in generale, può offrire il fianco a possibili allentamenti nel rigore dell’analisi o, nei casi peggiori, può prestarsi allo sviluppo di prodotti etici con prevalenti motivazioni di marketing. Questa situazione, pertanto, costringe il

sottoscrittore coscienzioso del fondo etico non a fermarsi alla sua (auto) definizione di eticità ma a scandagliarne i concreti principi che ne ispirano le politiche d'investimento. Normalmente questi principi e le metodologie operative di selezione non sono dettagliati nei Prospetti Informativi dei fondi etici e, quando lo sono, lo sono in maniera assai sbrigativa e generica. Solo una parte dei fondi etici, ad esempio, considera fattori qualificanti delle decisioni d'investimento il non sfruttamento del lavoro minorile, il boicottaggio di regimi politici oppressivi e l'osservanza delle convenzioni ONU sui diritti umani o di quelle dell'Ufficio Internazionale del Lavoro.

Ma, a parte queste considerazioni sui principi, ve lo immaginate un gestore che esclude dal proprio fondo/Etf etico il proprio "datore di lavoro" perché non lo giudica abbastanza etico? Resta il fatto che l'Etf in questione presenta una commissione di gestione annua dello 0,90% che certamente è da considerarsi poco ... "etica" per un Etf.

\* \* \* \* \*

Se analizzate singolarmente i fondi etici disponibili sul mercato italiano, potete constatare voi stessi che, mediamente, **o** le loro performance sono estremamente deludenti a confronto dei benchmark e dei fondi non etici appartenenti alle medesime categorie **o** le loro strategie sono ispirate a politiche di sostanziale indicizzazione di portafoglio.

Il **grafico 1**, ad esempio, rappresenta quello che ho definito il primo fondo etico italiano che "*fà beneficenza ad una banca*". È un fondo etico internazionale che, con tutta evidenza, non riesce a stare dietro ne' all'Indice Morgan Stanley World Free ne' al *peer group* dei fondi azionari internazionali e, ciononostante, si posiziona nella fascia alta di mercato delle commissioni di gestione che, anzi, sono state elevate nel 2004 da 1,6% a 2% annuo (perché, ovviamente, le buone performance si pagano!). Considerati i risultati conseguiti, la commissione di gestione può considerarsi non la contropartita per un servizio reso ma quasi una forma di beneficenza fatta al gestore.

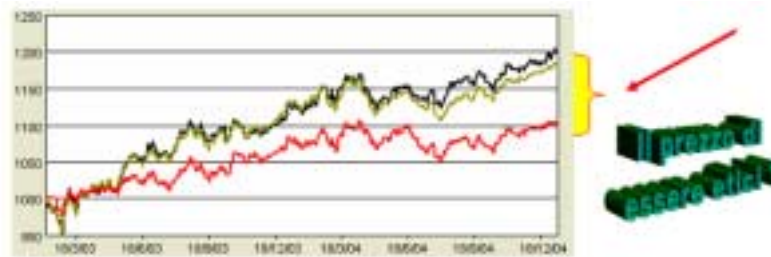


## Grafico 1



Un caso analogo (**grafico 2**) è quello di uno dei più noti fondi bilanciati etici italiani il cui tributo pagato per investire eticamente è quello di sottoperformare palesemente un benchmark tradizionale ed un indice di categoria dei fondi bilanciati *anche* a causa di una commissione di gestione nettamente fuori mercato rispetto a fondi bilanciati tradizionali (1,8% annuo). Ciononostante, il fondo pensione di una nota banca tedesca, in omaggio all'ispirazione etica del fondo, ha vi ha recentemente allocato 5 milioni di euro, dando ampio risalto alla decisione, evidentemente più per ragioni di immagine che di sostanza gestionale. Il problema di questo fondo etico è che, almeno fino a pochi mesi fa, aveva un universo di soli 220 titoli azionari tra cui poter scegliere perché solo questo era l'universo di società definite come "etiche d.o.c." dal Comitato Etico del fondo. È evidente che un universo così ristretto rappresenta un handicap insuperabile per conseguire performance in linea con la media di mercato. Così avviene necessariamente che una selezione etica presumibilmente seria ha, però, un costo economico inevitabile da contabilizzare in termini di *performance gap*.

**Grafico 2**



Esistono, infine, fondi etici che si rivelano, in realtà, fondi indicizzati.

Un esempio emblematico quello di un fondo etico, gestito da una banca svizzera, orientato a società etiche del mercato britannico, confrontato con l'indice FT100 (**grafico 3**).

**Grafico 3**



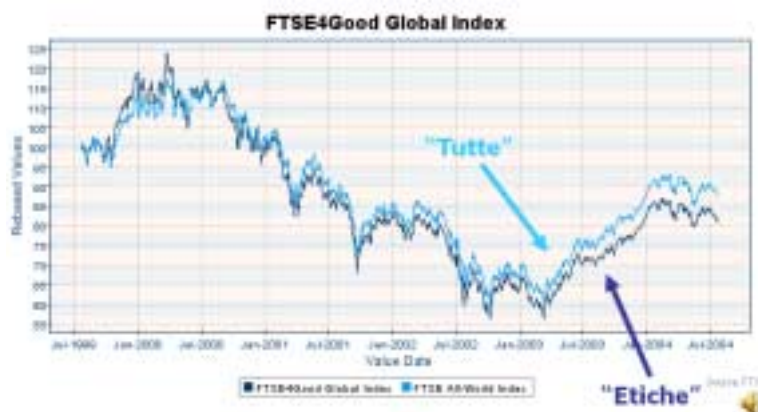
I primi titoli di questo fondo sono tipiche blue chip del mercato britannico: Vodafone, HSBC, GlaxoSmithKline, Royal Bank of Scotland. Nessuna delle società del portafoglio a questo fondo produce armamenti o sigarette ma il criterio di selezione non pare sortire grandi effetti rispetto ad una scelta di pura e banale indicizzazione di portafoglio; evidentemente le

società destinate ad essere scartate sono poche e/o hanno un impatto modesto sull'indice FT100.

Non mi dilungo su questo fenomeno piuttosto diffuso tra i fondi etici se non per un aspetto che merita una doverosa menzione anche in questa sintetica sede.

Gli stessi indici finanziari etici non paiono discostarsi eccessivamente dagli indici finanziari tradizionali. Il **grafico 4**, ad esempio, riporta il confronto tra l'indice FTSE4Good (*Footzie* per i “buoni”) che raggruppa oltre 900 società del mondo classificate come etiche ed il corrispondente indice azionario mondiale, sempre calcolato dal *Financial Times*, comprensivo di tutte le società, etiche e non. Come può osservarsi, tra i due indici non emergono differenze significative. Questo fenomeno si verifica con grande frequenza, qualunque sia l'agenzia di rating che calcola gli indici etici.

**Grafico 4**



A questo punto, qualunque analista intellettualmente onesto si porrebbe un necessario ma amletico interrogativo: questo fenomeno di quasi perfetta sovrapposizione tra indici (etici e non) ha luogo perché (a) l'etica non paga, cioè le società etiche non sovraperformano quelle “fetenti”, nonostante una diffusa leggenda metropolitana contraria, perché (b) i criteri di

definizione delle società etiche sono troppo blandi e generici e determinano quella che ho definito “caratterizzazione etica blanda” dei fondi etici, o (c) per un mix di queste due ragioni? La risposta non è semplice. Uno studio condotto recentemente sui fondi comuni etici australiani sembrerebbe accreditare l’ipotesi (a) e ad analoga conclusione sembrerebbero portare le sfolgoranti performance del Vice Fund statunitense, il fondo dei “vizi” che investe in tutto ciò che, invece, è espressamente scartato dai fondi etici (tabacco, armamenti, alcol, gioco d’azzardo, ecc.).

Ma, a parte sporadiche analisi e fenomeni di “colore” come il Vice Fund, non esiste ancora sufficiente evidenza statistica per trarre conclusioni definitive.

Quello che appare evidente in Italia è che l’eticità dichiarata dai fondi troppo spesso pare essere una scusa per non confrontarsi con gli standard di costo dell’industria italiana del risparmio gestito (che non sono già di per lo stessi competitivi con gli standard europei) e con i *benchmark* finanziari tradizionali. Difficilmente i fondi etici potranno affermarsi su larga scala se le loro performance saranno mediamente inferiori a quelle dei fondi tradizionali. Un fondo etico deve poter confrontarsi, quanto a performance, con un fondo tradizionale e non essere considerato un handicappato verso il quale debbano necessariamente nutrirsi minori pretese di rendimento.

La base di partenza di questa esperienza d’investimento etico oggi non appare particolarmente incoraggiante e, senza una ritaratura delle loro politiche d’investimento, i fondi etici sono persino destinati a peggiorare le loro performance relative al crescere della loro diffusione. Infatti, il materiale realmente “etico” sui mercati finanziari non è abbondantissimo ed è noto che, se un numero crescente di operatori fa le stesse cose, le loro performance possono solo degradare.

Come dite? “*Fuori i nomi dei fondi etici inefficienti?*” Alcuni li trovate nel CD.

## Volatilità, mia divina, ti preferisco asimmetrica

Una gentile lettrice mi ha bacchettato perché sottovaluterei il ruolo della volatilità nella corretta valutazione dei prodotti finanziari. Adoro essere bacchettato dalle gentili lettrici ma ancor più adoro infrangere i *teoremi* finanziari che partono da ipotesi discutibili. Ed alla gentile lettrice dedico questo articolo.

Questa mia sottovalutazione del significato della volatilità nella gestione di portafoglio non è casuale da quando Sua Eccellenza Microsoft Excel mi ha mostrato la **tabella 1**:

**Tabella 1**

### Equivocità della volatilità

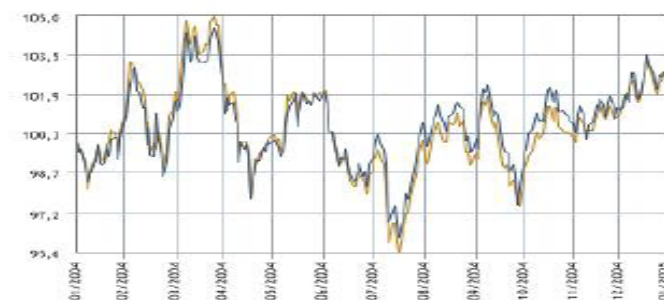
	<u>Fondo</u>	<u>Fondo</u>
	<u>A</u>	<u>B</u>
Anno 1	4,0%	-4,0%
Anno 2	12,0%	-12,0%
Anno 3	4,0%	-4,0%
Anno 4	12,0%	-12,0%
Anno 5	4,0%	-4,0%
Anno 6	12,0%	-12,0%
Anno 7	4,0%	-4,0%
Anno 8	12,0%	-12,0%
Rendimento medio	8,0%	-8,0%
Deviazione standard (alias volatilità)	4,3%	4,3%

Due fondi con performance assolutamente opposte e speculari presentano la medesima volatilità. Accidempoli, Mr. Excel, ancora una volta hai messo il dito nella piaga della semplificazione eccessiva cui la propaganda finanziaria troppo spesso presta il fianco.

“Come dici? È colpa degli statistici?”. E, certo, con quell’abitudine di elevare sempre al quadrato tutti gli scostamenti dalla media, a volte perdono un po’ il senso dei fenomeni reali.

In effetti la volatilità (dei rendimenti) è un indicatore da utilizzarsi solo in maniera collaterale per valutare prodotti con rendimenti di lungo termine sostanzialmente simili. A sostanziale parità di rendimento di lungo termine ovviamente è da preferirsi un prodotto con volatilità più bassa. Ma va anche precisato che, quando un fondo come quello della **figura 1** è palesemente indicizzato, allora poter vantare una volatilità sia pur leggermente minore del benchmark, non può rappresentare una particolare ragione di apprezzamento. Nel caso specifico la volatilità a 3 anni del fondo è stata del 13,5% contro il 13,7% del benchmark ma, poiché il fondo, alla fine, si appiattisce *sempre e comunque* sul benchmark e lega ad esso le sue performance per scelta strategica, quella minore volatilità riveste scarsissimo o nullo valore per l’investitore: fra un giorno, un mese, un anno, un decennio il fondo sarà *gemello omozigote* del suo *benchmark* e che sia leggermente meno volatile non è di alcun interesse, se non per i **cesellatori dell’inutile**.

**Figura 1**



La volatilità diventa, comunque, uno strumento concettualmente inutilizzabile quando volete confrontare prodotti con rendimenti diversi. Bisogna ricorrere allo Sharpe Ratio per rendere confrontabile l'inconfrontabile in un indice sintetico ma sui limiti dello Sharpe Ratio ho già scritto in un capitolo precedente.

Più in generale, l'industria della gestione di portafoglio coltiva con insana passione strumenti contraddittori e/o inadeguati per valutare il rischio di portafoglio. La volatilità, col suo non distinguere gli scostamenti sotto la media da quelli sopra di essa, è decisamente uno di questi. Ma non è l'unico caso e neppure il più clamoroso.

### **Problemi metodologici e condizionamenti istituzionali**

Consideriamo, ad esempio, il concetto di *tracking error volatility* (TEV), molto popolare, un vero standard concettuale nell'industria dei fondi comuni. Questo indicatore è generalmente considerato una misura di rischio perché calcola la volatilità degli scostamenti dei rendimenti di un portafoglio rispetto al suo benchmark. Poiché la TEV rappresenta una misura di rischio relativo (nei confronti del *benchmark*) e non di rischio assoluto, gli investitori sofisticati dovrebbero evitare attentamente questo indicatore che, infatti, è popolare solo nel risparmio gestito al dettaglio e – ben più grave – addirittura imperante nella industria dei fondi pensione dove domina un approccio formalistico alla gestione del rischio ed alla sua misurazione.

Se il *benchmark* si getta in un burrone, per gli ineffabili misuratori di rischio dei fondi pensione il rischio del portafoglio pensionistico non è di finire anch'esso nel burrone ma di *non* finirci con la stessa millimetrica precisione del *benchmark*. Contenti i pensionati ...

La stessa metodologia di calcolo di questo indicatore è discutibile e, persino accettando come valida una misura relativa e non assoluta di rischio, un decisivo miglioramento potrebbe realizzarsi attraverso una semplice modifica della modalità di

calcolo tradizionale. Infatti, la TEV è tipicamente calcolata come radice quadrata della somma dei quadrati degli scostamenti dei rendimenti dei portafoglio dai rendimenti dei relativi *benchmark*. Gli scostamenti negativi e positivi, una volta elevati al quadrato, sono sempre numeri positivi, così il calcolo tradizionale ed accademicamente accettato per la TEV non distingue tra gli scostamenti positivi e quelli negativi. Una semplice innovazione potrebbe evitare questa incongruenza logica, calcolando la TEV utilizzando solo gli scostamenti negativi ed attribuendo valore zero agli scostamenti positivi.

Se un gestore è in grado di battere sistematicamente il suo *benchmark*, soffrendo di quella che potremmo chiamare una “volatilità positiva” rispetto al *benchmark*, perché dovremmo concludere che è più rischioso di un altro gestore che realizza minori scostamenti ma sistematicamente negativi rispetto allo stesso *benchmark*? Solo perché è ciò che la dogmatica formula del TEV suggerisce?

Nonostante l’evidenza di questa trappola del formalismo, l’industria del risparmio gestito, nel nome di “*abbiamo sempre fatto così*”, finora non è stata capace di riformulare questo concetto di rischio: volatilità significa rischio e la formula della volatilità deve essere simmetrica.

Può apparire una questione oziosa ma, almeno per i fondi pensione italiani, la simmetria di calcolo della TEV è la causa necessaria della loro sostanziale indicizzazione di portafoglio, come rivela la **figura 2** tratta dalla relazione 2003 della COVIP (la Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione): il rendimento medio ponderato dei fondi pensione negoziali italiani non si scosta sostanzialmente dal loro *benchmark* medio ponderato.

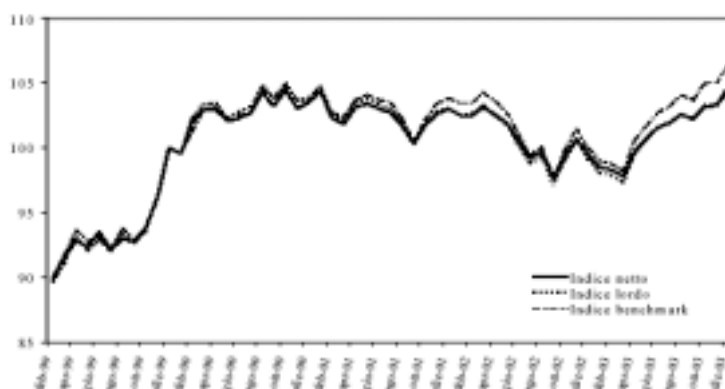
Come ho già rilevato a pagina 52 del mio pamphlet *Perché liberalizzare la gestione del risparmio*, cui rimando, i fondi pensione italiani sono soggetti a convenzioni (contratti tra i fondi stessi e le società di gestione) che prevedono, per espresso obbligo normativo, la definizione contrattuale di TEV massime da rispettare. Cosicché, per rispettare una determinata TEV definita contrattualmente, il gestore di un fondo pensione può paradossalmente essere costretto a non battere il *benchmark* in maniera eccessiva, anche se se fosse capace. Pertan-



to, il rischio reale è che il rispetto di una determinata TEV si trasformi da vincolo (quale dovrebbe essere) ad obiettivo principale del gestore, sebbene non esplicitamente dichiarato al fondo pensione. E questo al solo scopo di evitare una disdetta della convenzione. Il rispetto della TEV, pietra miliare dell'industria del risparmio gestito, può dunque rivelarsi un boomerang micidiale per i risultati di gestione dei fondi.

**Figura 2**

Fondi pensione negoziali. Indici di capitalizzazione.  
(base 100 al 31 dicembre 1999)



### La matematica della gestione di portafoglio

C'è un libro che ha influenzato il modo di guardare alla volatilità e di interpretarne il significato più profondo, *The Mathematics of Money Management*, scritto da Ralph Vince e pubblicato dall'editore Wiley nel 1992. Sfortunatamente questo libro è conosciuto solo presso un ristretto ambito di *money manager* che per lo più adottano tecniche computerizzate di gestione (i *trading system*). Più in generale i suoi ragionamenti valgono solo per quei fondi che utilizzano tecniche attive e dinamiche di gestione che mirano a cavalcare la volatilità dei mercati anziché a contenerla.

Ralph Vince afferma che l'obiettivo di ogni metodologia quantitativa d'investimento dovrebbe essere la massimizzazione del suo rendimento geometrico (composto) atteso. Si può decidere d'imporre alcuni vincoli "politici" a questo obiettivo (ad esempio di massima volatilità) ma questo non cambia la ragionevole ipotesi di base che l'obiettivo di ogni metodologia d'investimento (computerizzata e non) debba essere la massimizzazione di lungo termine del suo rendimento geometrico.

Ora, Ralph Vince dimostra matematicamente che, se una prima metodologia d'investimento è migliore di una seconda, ovvero se i suoi rendimenti geometrici attesi sono più elevati della seconda, allora bisognerebbe investire più capitale nella prima metodologia che nella seconda. Questo suona logico perfino ai profani (e, in apparenza, per questa scoperta non ci sarebbe ragione per scomodare alta matematica) ma Ralph Vince dimostra questo punto matematicamente e definisce la percentuale di capitale allocata su ciascun sistema con l'espressione "f frazionaria". L'"effe frazionaria" è la percentuale ottimale del capitale totale dell'investitore che va investita su ogni diversa metodologia di trading/investimento allo scopo di massimizzare il suo rendimento geometrico di lungo termine. L'"effe frazionaria" è ovviamente più elevata nelle metodologie che offrono rendimenti geometrici più elevati. Ma – questo è il punto chiave – Ralph Vince dimostra matematicamente anche che più elevata è l'"effe frazionaria" di una metodologia d'investimento e maggiore è necessariamente il massimo *drawdown* di quella stessa metodologia di investimento. In altri termini, dimostra che migliore è la metodologia, maggiore è il capitale che vi si deve allocare ma al tempo stesso maggiore è la sua volatilità potenziale.

Contro questa legge matematica non ci potete proprio far nulla. Conclude Ralph Vince:

*"There is a paradox involved here in that if a system is good enough to generate an optimal f that is a high percentage [of the equity, n.d.a.],*

*then a drawdown for such a good system will also be quite high” [op.cit., pag. 38].*

Cosa significa, in breve? Che se il vostro obiettivo è la massimizzazione della crescita geometrica del valore vostro portafoglio, allora *normalmente* dovete accettare matematicamente un’elevata volatilità. Potete imporre limiti “politici” alla volatilità massima del portafoglio ma ogni limite rappresenta un vincolo contro il conseguimento di un rendimento più elevato. In breve, un’elevata volatilità di portafoglio non è un valore positivo in sé ma il necessario prezzo da pagarsi, matematicamente, per conseguire più elevati rendimenti. Così, dopo aver metabolizzato la lezione di Ralph Vince, d’ora in poi guardate alla bassa volatilità di un portafoglio non solo come espressione della sua presunta “sicurezza finanziaria” ma chiedetevi anche quali sono le opportunità che sono perse sotto la sua filosofia di bassa volatilità.

### **Volatilità simmetrica ed asimmetrica (*drawdown*)**

*“Piano, piano, ma nel tuo corso ci hai fatto vedere una chart nella quale esiste una relazione inversa tra rendimento di lungo termine di alcuni fondi flessibili e la loro volatilità, tant’è che la retta di regressione tra queste due variabili è inclinata negativamente: a minore volatilità corrispondono rendimenti più alti. Com’è ’sta storia? Riguardati la figura 3”.*

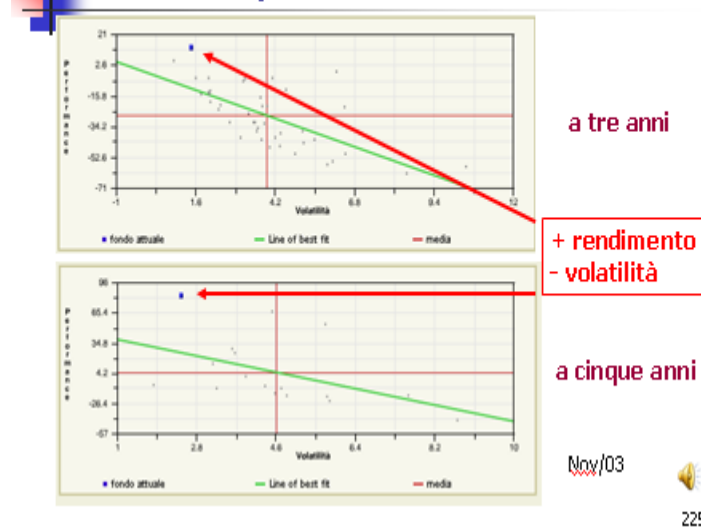
Si, ma esistono due spiegazioni per questo fenomeno. La prima è che i ragionamenti di Ralph Vince sono applicati a metodologie di investimento molto più dinamiche di quelle utilizzate normalmente dai fondi comuni in termini di variazione dell’esposizione azionaria complessiva e di sfruttamento dello scoperto di borsa. È una regola che vale soprattutto per i fondi *hedge* e *futures* che adottano strategie direzionali (non *market neutral*), che è il mondo professionale di Ralph Vince.

Secondariamente, per i fondi comuni quella relazione tra rendimenti e volatilità è, in realtà, una relazione spuria ed ingannevole. Se andate cinque slide più avanti, vedete che esiste an-

che una relazione negativa il rendimento di lungo termine dei fondi comuni ed il loro massimo *drawdown* (la massima perdita del capitale da un picco precedentemente raggiunto): normalmente minore è il massimo *drawdown* di un fondo, maggiore il suo rendimento di lungo termine (e nel corso vi spiego perché questo normalmente si verifica).

**Figura 3**

**Il posizionamento verso la concorrenza (flessibili internazionali): rendimento vs. volatilità**



Ma, poiché tra massimo *drawdown* e volatilità esiste anche una relazione positiva, questo fa apparire che i rendimenti più alti dei fondi si realizzano con la volatilità minore mentre normalmente la relazione veramente rilevante è un'altra: maggior rendimenti derivano da minori *drawdown* che normalmente si trascinano anche minori volatilità di portafoglio. Per la proprietà transitiva appare che i rendimenti maggiori siano legati alla minore volatilità anziché ai minori *drawdown*.

Ed ecco il punto. La volatilità è un animale strano: se la vostra strategia è massimizzare i rendimenti di lungo termine, dovete

cavalcarla, se ne siete intimoriti, siete tentati di contenerla. Ma contenere la volatilità, che è in concetto simmetrico di rischio, in sé non serve veramente, quello che conta è contenere i *drawdown*, che è un concetto asimmetrico di rischio ben più rilevante. Eppure, questi pressoché inutili indici di volatilità ci sono scodellati acriticamente in tutte le pubblicazioni finanziarie.

La moda dominante nella gestione di portafoglio finora ha condotto ad una corsa abbastanza generalizzata da parte delle società di gestione (specie di quelle speculative) verso la produzione di prodotti finanziari a bassa volatilità perché questi prodotti sono più rassicuranti per gli investitori duramente provati dallo stress del triennio 2000-2002. A questa moda si sono accodati i fondi hedge italiani, la maggior parte dei quali si confronta, assai scorrettamente, con i rendimenti del mercato monetario come se anche per tali fondi non dovesse esistere un qualche premio per il rischio (azionario, di liquidità, di esecuzione, di incidenti alla Long Term Capital, umano, ecc.).

Troppi, ormai, competono alla pusillanime gara tra chi è meno volatile. Ma questa corsa quasi generalizzata verso la bassa volatilità lascia spazio a strategie alternative di gestione e di marketing che si rivolgano all'intelligenza degli investitori più sofisticati piuttosto che alle paure irrazionali di quelli meno sofisticati.



## USA ed Italia a confronto sulla gestione sistematica di portafoglio

Nel suo libro *Come si fa una tesi di laurea* Umberto Eco scrive che la tesi di laurea è come il maiale perché non se ne butta (o, per lo meno, non se ne dovrebbe buttare) via nulla: tutte le cose in essa scritte dovrebbero potersi riciclare successivamente.

Per cui, volendo oggi toccare rapidamente il tema della scarsa diffusione della gestione sistematica di portafoglio in Italia rimando, per brevità, le questioni filosofiche e metodologiche al capitolo 4 (“Rischi ed opportunità nella gestione sistematica degli investimenti finanziari”) del mio *pamphlet* on line *Perché liberalizzare la gestione del risparmio*, che, in questo caso, pur non essendo una tesi di laurea, svolge il ruolo del maiale di turno (e niente facile ironia, *please*).

Solo per richiamare una definizione di base, qui ricorderò che la gestione sistematica di portafoglio è una gestione che lavora per “sistemi” di regole. Il più delle volte sono regole statistiche ma possono anche essere regole di tipo fondamentale. Ad esempio, SoldiOnLine monitora i titoli del MIB/S&P 40 a più elevato *dividend yield* (i cosiddetti “cani” dell’indice) e questo sottende – a torto od a ragione (io credo a torto ma questo è irrilevante) – che la scelta delle azioni sulla base di questa caratteristica possa essere premiante: è un “sistema” di gestione vero e proprio, sia pur elementare.

Ora, una domandina non troppo scontata. Che percentuale degli scambi azionari sul New York Stock Exchange, a vostro parere, è gestita da logiche computerizzate e sistematiche anziché discrezionali?

La risposta, sorprendente, la trovate, settimanalmente aggiornata, sul sito nel New York Stock Exchange (NYSE):

<http://www.nyse.com/Frameset.html?displayPage=/marketinfo/ProgramTrading.html>

La **tabella nr. 1** riassume l'incidenza del *program trading* sul totale dei scambi azionari sul NYSE nelle ultime settimane. È un valore che si situa, ormai, stabilmente sopra il 50% del totale degli scambi azionari e c'è da pensare che l'incidenza del *program trading* sugli scambi sui derivati sia ancora superiore. Perché il NYSE aggiorna questa statistica? Semplicemente perché, dal crollo azionario del 1987, la SEC si è riservata, in caso di crollo dei mercati finanziari, la facoltà d'imporre lo spegnimento dei computer dedicati al *program trading* e, per imporre lo spegnimento dei computer, ovviamente è necessario censirli preventivamente.

Cosa ci suggerisce questa statistica? Semplicemente che oltre il 50% dei scambi azionari sul NYSE è governato da logiche computerizzate d'investimento. Tra esse, con tutta probabilità, la *portfolio insurance* è la strategia dominante ma certamente negli USA esiste una straordinaria articolazione e ricchezza di tecniche computerizzate e sistematiche di gestione.

**Tabella 1**

<b>February 28-4</b>	<b>53.7%</b>
<b>February 21-25</b>	<b>54.4%</b>
<b>February 14-18</b>	<b>53.4%</b>
<b>February 7-11</b>	<b>49.5%</b>
<b>January 31-4</b>	<b>52.1%</b>
<b>January 24-28</b>	<b>52.1%</b>
<b>January 17-21</b>	<b>55.9%</b>
<b>January 10-14</b>	<b>59.5%</b>
<b>January 3-7</b>	<b>56.4%</b>
<b>December 27-31</b>	<b>59.6%</b>

Negli ultimi anni il fenomeno ha avuto una progressione straordinaria.

Nel 2003 la società statunitense di consulenza *Celent* stimava che questa percentuale, sia pur riferita a tutto il mercato azionario statunitense e non solo al NYSE, fosse del 34% e che si

sarebbe assestata attorno al 45% negli anni successivi (**figura 1**)

**Figura 1**



Ma, se prendiamo il NYSE come rappresentativo del più vasto mercato azionario statunitense, già nel 2004 questa percentuale era stabilmente attorno al 50%, nel 2005 siamo oltre.

Anche se in questa evoluzione si possono sospettare aspetti patologici, è tuttavia necessario interrogarci quanto meno sul perché questa evoluzione abbia avuto luogo e sul perché l'Italia, al contrario, sia lontana lustri da questa evoluzione.

Se si prescinde dai fattori culturali più propriamente connotati alla mentalità scientifica statunitense, credo che la filosofia sistematica si sia imposta nella gestione di portafoglio negli USA perché si è compreso che *il computer*, pur non infallibile, *sbaglia comunque meno dell'uomo* e soprattutto, evita di perseverare in errori dagli impatti devastanti come quello di tenere una posizione *long* in un mercato primario al ribasso. Tutto qui.

Prendiamo un esempio scolastico per spiegare questo concetto, uno speciale fondo europeo di una grande società di gestione del Vecchio Continente (**figura 2**).



**Figura 2**



Beh, che ci crediate o no, l'esposizione al mercato azionario di questo fondo, variabile mensilmente tra lo 0% e l'80%, è realizzata attraverso operazioni di vendita di contratti futures sull'indice di riferimento secondo un modello di "market timer" basato sulle indicazioni di media mobile a 200 giorni dell'indice stesso. Avete capito bene: usano la "preistorica" media mobile a 200 giorni per definire l'esposizione azionaria e non hanno (giustamente) alcuna vergogna a dichiararlo. La scelta dei 270 titoli in portafoglio è fatta con 9 diversi modelli quantitativi ed in questo il fondo pare essere decisamente meno brillante nelle fasi "toro" ma certamente ha risparmiato ai suoi sottoscrittori il mal di pancia peggiore.

Il modello sistematico della media mobile, pur "preistorico", consente comunque di evitare l'errore gravissimo di detenere una posizione sostanziale *long* durante una fase primaria ribassista che gli uomini tipicamente riconoscono (od ammettono) quando è alla sua conclusione. Il modello della media mobile (qui semplicemente preso ad esempio della gestione sistematica) può anche sbagliare *più frequentemente* dell'uomo ma è sufficiente che risparmi un singolo grande errore gestionale ogni 10 anni e si è ampiamente ripagato degli errori minori. Se voi foste un pensionato, a chi vorreste affidare i denari

della vostra pensione? Normalmente sono affidati ai fondi indicizzati.

Un esempio alternativo di gestione sistematica è offerta da un fondo di fondi a gestione dinamica (**figura 3**). Poiché lo gestisce un collega analista finanziario, non posso rivelarvi i suoi segreti (anche perché lui stesso non sa che io li conosco :-). Da cosa è caratterizzato il suo segreto gestionale? Dalla semplicità ma, al tempo stesso, dalla razionalità degli algoritmi di *switch* tra fondi diversi. Questo è un vero fondo (dei fondi) flessibile che può ridurre drasticamente la sua esposizione azionaria sotto definite condizioni di mercato. Il *benchmark* corretto dovrebbe essere al 50% monetario ed al 50% l'indice MSCI World ma io lo ho voluto mettere a confronto brutalmente con MSCI World e l'analisi grafica è confortante

**Figura 3**

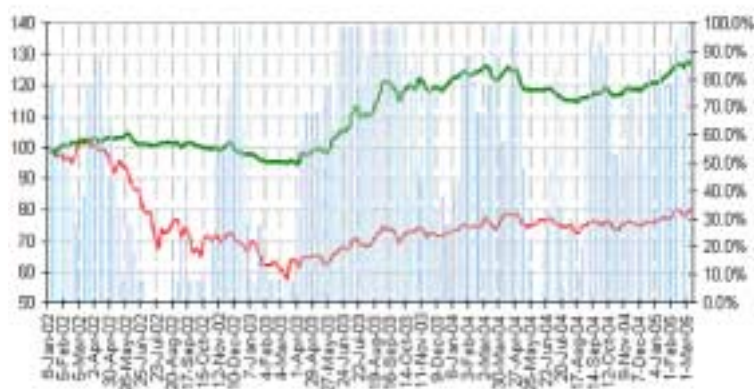


Infine, nella **figura 4**, un altro “studioso” consiglia una gestione patrimoniale dinamica in fondi, che opera con una logica radicalmente diversa dalla gestione in fondi precedente, anch'essa a confronto con il MSCI World.

Cosa accomuna questi tre diversi prodotti a gestione sistematica? Direi, sinteticamente, tre fattori principali: controllo dei *drawdown* (perdite dai picchi dell'*equity curve*), semplicità ma anche razionalità concettuale delle strategie operative, operatività su indici finanziari o fondi (e non su singoli titoli azionari)

per la gestione dell'asset allocation dinamica. Ogni prodotto, poi, evidentemente ha le sue peculiarità ma, in generale, la sistematicità di successo è concentrata maggiormente sull'asset allocation dinamica ed in misura minore sullo *stock picking*.

**Figura 4**



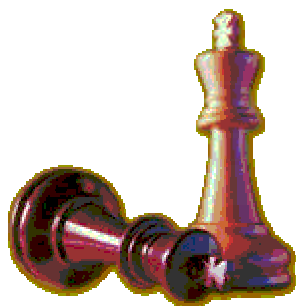
Il paragone che amo sempre proporre è quello con i computer dedicati al gioco degli scacchi. Anche quando programmati su livelli di difficoltà non elevatissimi, la maggior parte delle volte i computer battono gli uomini in questo antico gioco di strategia. Così è nella gestione di portafoglio.

Nel mio *pamphlet* (il “maiale”) che ho prima citato, ho tentato di spiegare con varie argomentazioni questo concetto, che ancora non è ben assimilato nel mondo finanziario italiano. La scarsa familiarità con la matematica e la statistica del mondo finanziario italiano hanno contribuito a questo ritardo. Diversamente da Regno Unito, Francia, Germania, Austria, Svizzera, ecc., l'Italia è l'unico grande paese europeo che non annovera alcuna società di elevato *standing* specializzata nella gestione sistematico-quantitativa di portafoglio.

*Mutatis mutandis*, anche questo può qualificarsi come “ritardo tecnologico” (o “metodologico”), sia pur riferito al mondo dei servizi finanziari anziché a quello della produzione manifattu-

riera. Un argomento di recente molto dibattuto nei circoli politici ma che non ha mai investito il sistema finanziario nazionale, come se ne fosse esente. Eppure è evidente che l'Italia sia un'importatrice netta di servizi finanziari, anche di gestione di portafoglio. Se, ad esempio, il 90% dei fondi speculativi di diritto italiano sono fondi dei fondi che investono in fondi hedge esteri, questo implica un'importazione netta di servizi di gestione tra i più sofisticati.

Ma questo ritardo metodologico, che è un danno per il “sistema Paese”, rappresenta contestualmente un'opportunità per quell'istituzione finanziaria che voglia per prima cimentarsi nell'offrire in maniera organica prodotti a gestione sistematica. In Italia abbiamo alcuni personaggi che hanno sviluppato metodologie sistematiche del tutto originali. Mi piace citare i nomi del decano degli analisti finanziari Sergio Paolino, di Rosario Rizzo, di Daniele Bernardi. Ma sono tutti artigiani della gestione, bravi artigiani ma pur sempre artigiani. Solo quando saranno messi in grado di industrializzare le loro metodologie si potrà pensare che l'Italia ha colmato il *gap* culturale col mondo anglosassone.



## Il caso dei fondi gemelli (omozigoti)

C'è un dibattito in corso, sia pur stancamente, nella comunità finanziaria italiana sulle cause del processo d'indicizzazione strisciante dei fondi comuni d'investimento. Ad esempio è un dibattito aperto da tempo, anche se in maniera discontinua, all'interno dell'AIAF, la Associazione Italiana Analisti Finanziari cui appartengo.

Cosa significa indicizzare un fondo? Significa, come illustrato nell'esempio della **figura 1**, agganciare il rendimento d'un fondo passivamente ad un indice di borsa.

**Figura 1**



Il fondo sopra presentato è un fondo internazionale che replica sostanzialmente il MSCI World Index.

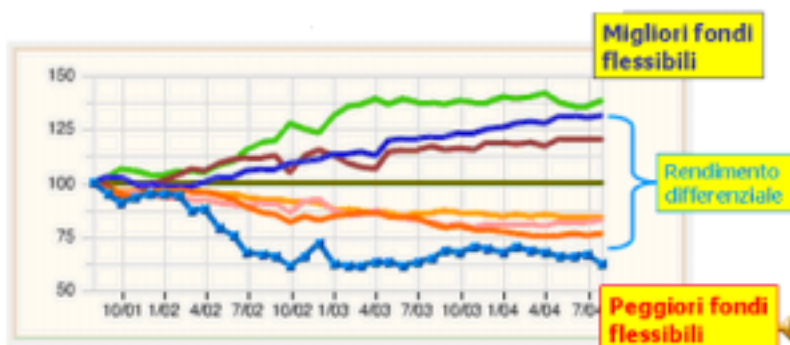
Un filone di pensiero – che rispetto ma in cui non mi riconosco – attribuisce la patologia dell'indicizzazione strisciante dei fondi all'obbligo imposto ad essi di dichiarare un *benchmark* idoneo. Credo che questa possa essere, eventualmente, solo una concausa secondaria e credo che le cause principali del processo d'indicizzazione siano diverse e di duplice natura. Infatti, risultano nei fatti indicizzate anche Sicav lussemburghesi che non debbono dichiarare il *benchmark* e semi-indicizzati

persino taluni fondi dichiarati flessibili (vedasi il capitolo sui finti fondi flessibili).

Da una parte, esiste ampia evidenza che, laddove il processo di investimento è lasciato alla pura discrezionalità del gestore (tipicamente nei fondi flessibili), la distribuzione dei rendimenti è estremamente elevata (**figura 2**), spesso più elevata d'una distribuzione casuale.

La **figura 2** mostra la distribuzione dei rendimenti tra i 3 migliori ed i 3 peggiori fondi a gestione flessibile/attiva disponibili sul mercato domestico a cavallo tra il 2001 ed il 2004. Questi fondi avevano sostanzialmente gli stessi gradi di libertà, potevano fare le stesse cose ed operare sui medesimi mercati. Combattevano, cioè, ad armi pari. I risultati, tuttavia, si sono rivelati molto diversi. D'altra parte, abbiamo visto che, nella prime due edizioni della competizione "Caccia al Toro" indetta da *Il Sole 24 Ore*, la variabilità dei rendimenti dei portafogli dei gestori si è rivelata superiore alla variabilità dei portafogli casuali, come a dire che l'uomo è più "caotico" dello stesso caso. Questo tema è stato particolarmente trattato in *Judo finanziario*.

**Figura 2**



Per evitare il rischio del "fattore umano" (superiore persino a quello del caso), ecco che si impone l'indicizzazione nella gestione di portafoglio, in maniera quasi assoluta nei fondi pen-

sione. Non esiste ancora chiara consapevolezza che tecniche di gestione sistematica possano aiutare a superare il rischio del fattore umano (si veda il capitolo sulla gestione sistematica). La seconda ragione dell'indicizzazione di portafoglio risiede nella struttura del mercato del risparmio gestito. Essendo un mercato oligopolistico, vi è una diffusa tendenza a non competere sui prezzi dei servizi ma, nella gestione di portafoglio, il prezzo "percepito" dei servizi è dato dalle performance nette (dei costi). Per allinearle, i vari fondi delle diverse case non devono far altro che ispirarsi agli stessi *benchmark*. È il modo più semplice per non competere sui prezzi "percepiti".

La **figura 3**, tratta dal "maiale" *Perché liberalizzare la gestione del risparmio*, ha effettuato una fotografia delle performance dei fondi delle principali tre banche italiane a metà 2002. In particolare si osservi il sincronismo delle performance dei fondi "America" ed "internazionali".

**Figura 3**

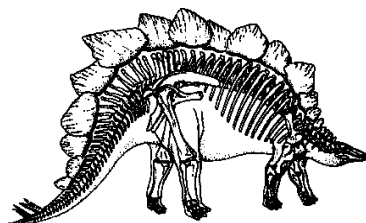
Rendimenti a 1, 2 e 3 anni di un campione di fondi comuni d'investimento calcolati al 31 agosto 2002

	Rendimento % a 1 anno	Rendimento % a 2 anni	Rendimento % a 3 anni
<b>Fondi az. nord America</b>			
Nextra Nordamerica	-28,4	-37,0	-28,5
San Paolo America	-30,9	-40,5	-28,2
Unicredit Az. America A	-31,3	-40,0	-27,7
<b>Fondi az. Europa</b>			
Nextra Az. Europa	-25,4	-40,8	-31,1
San Paolo Europe	-27,9	-47,4	-30,8
Unicredit Az. Europa A	-21,7	-35,7	-21,2
<b>Fondi az. Internazionali</b>			
Nextra Az. Internazionale	-29,0	-39,5	-27,0
San Paolo International	-28,2	-45,6	-26,9
Unicredit Az. Globale A	-27,0	-38,8	-26,9
<b>Fondi az. Italia</b>			
Nextra Az. Italia Dinam.	-19,9	-29,0	21,7
San Paolo Az. Italia	-24,3	-39,1	30,8
Unicredit Az. Italia A	-19,0	-31,3	0,4
<b>Fondi az. Pacifico</b>			
Nextra Az. Pacifico	-19,8	-35,5	-22,9
San Paolo Pacific	-19,2	-40,4	-27,8
Unicredit Az. Giappone A	-21,5	-43,4	-36,5
<b>Fondi az. mercati emergenti</b>			
Nextra Az. Paesi Emerg.	-9,2	-29,8	-15,1
San Paolo Economie Emerg.	-11,1	-33,9	-18,0
Unicredit Az. Mercati Emerg.	-14,7	-30,5	-12,1

Ho cercato inutilmente di individuare una relazione perfetta tra livello di indicizzazione di portafoglio e dimensione delle masse gestite. Tale relazione perfetta ovviamente non esiste. La società di gestione più indicizzata d'Italia, *a lungo inseguita da Indiana Jones*, non è la maggiore in assoluto quanto a masse gestite anche se è tra le maggiori. Di certo si può osservare che le società maggiormente indicizzate sono tra le maggiori quanto a masse in gestione mentre tra quelle minori si annoverano le società a gestione maggiormente attiva. Il che, se si riflette, ha una sua logica competitiva perché chi non può competere sulla capillarità distributiva deve necessariamente competere sulla differenziazione del servizio.

Di certo l'indicizzazione di portafoglio porterà all'estinzione dei dinosauri finanziari indicizzati non appena la cultura finanziaria dei risparmiatori si evolverà e consentirà di comprendere che con gli Etf è possibile perseguire la stessa strategia d'indicizzazione in maniera più efficiente. Se mediamente i fondi azionari sottoperformano i *benchmark* del 2-3% all'anno e gli Etf li battono (sia pure per un semplice "effetto dividendo") dell'1-2% all'anno, questo significa che gli Etf battono i fondi mediamente del 3-5% all'anno, cioè del 30-50% ogni 10 anni.

Non c'è (quasi) nulla di sbagliato nell'indicizzazione di portafoglio se è offerta ad un costo equo.





## Le performance dei fondi persistono?

Uno dei temi più accesamente dibattuti nell'ambito del risparmio gestito è se le performance dei fondi comuni abbiano tendenza a persistere.

Nel breve spazio utilizzabile per non annoiare i lettori, il rischio più grave, nell'affrontare un tema così complesso, è quello di semplificare e banalizzare la risposta. Pertanto, rimando approfondimenti e riferimenti bibliografici al mio cd "Judo finanziario".

Tuttavia, questo è un tema molto importante, tant'è che la *Financial Services Authority*, la Consob britannica, ha sentito la necessità di commissionare su questo tema una serie di ricerche empiriche e di raccolta della letteratura accademica elaborata in proposito.

Come comprensibile, il tema va circondato da molteplici postille e distinguo. Non per niente i prospetti e le pubblicità dei fondi comuni riportano per obbligo regolamentare l'affermazione che le performance passate dei fondi comuni non possano mai considerarsi indicative delle performance future. Come potremmo contestare quest'affermazione? Infatti, poiché, sia pur in diversa misura, le performance dei fondi dipendono dalle discontinue performance di mercati finanziari e dalle discontinue caratteristiche di rendimento dei gestori, ne consegue che anche i fondi non possono che presentare discontinue performance. Quindi, le performance assolute dei fondi non possono ragionevolmente persistere.

Il ragionamento fila perfettamente fintanto che si ragiona in termini di performance assolute dei fondi comuni. Ma cosa avviene in termini di performance relative, vale a dire di graduatorie dei fondi appartenenti ad un medesimo comparto?

La domanda non è ne' oziosa ne' accademica ma ha delle implicazioni pratiche sui possibili criteri di selezione dei fondi comuni. Esistono tre ipotesi alternative da testare e ad ognuna di esse corrisponde una diversa strategia di selezione dei fondi:

- 1) i fondi migliori tendono a permanere nelle parti alte delle classifiche e quelli peggiori nelle parti basse:

- quest'ipotesi comporta l'utilità d'investire nei fondi migliori, purché ci s'intenda sul significato dell'aggettivo "migliori" e dell'orizzonte temporale da adottare, e di riscattare quelli peggiori;
- 2) i fondi migliori tendono a regredire verso la media (cioè a peggiorare) ed altrettanto specularmente fanno quelli peggiori (cioè a migliorare): quest'ipotesi della *mean reversion* (regressione delle performance verso la media) comporta l'utilità di vendere i fondi migliori e di comprare quelli peggiori;
  - 3) non esiste alcuna relazione tra le graduatorie passate e quelle future dei fondi all'interno dei medesimi comparti: quest'ipotesi comporta l'utilità di sottoscrivere solo i fondi a più bassa incidenza di spese e commissioni, cioè semplicemente quelli più economici.

Quale di queste tre ipotesi è vera? O, meglio, quale si presenta più frequentemente? O, meglio ancora, quale si presenta più frequentemente per i specifici comparti dei fondi? Ebbene, pur con mille distinguo di cui ho già detto ed avendo l'accortezza di non giudicare le graduatorie dei fondi su periodi di tempo troppo brevi e, ancora, avendo l'accortezza di distinguere tra fondi specializzati e fondi generalisti, la ricerca accademica sembra orientata ad accreditare maggiormente la prima ipotesi. Sicuramente verificato è che, in particolare, i fondi peggiori normalmente tendono a permanere peggiori; un maggior rimescolamento di carte si osserva, invece, nelle parti alte della classifiche. In altri termini, i somari restano quasi sempre tali, i vincenti si avvicendano con maggiore frequenza. Ma già questa è un'indicazione utilissima ai fini operativi: lungi dal restare legati all'idea assurda di mantenere in portafoglio i fondi strutturalmente "schiappa", gli investitori dovrebbero sbarazzarsene senza troppi patemi d'animo. Sappiamo, invece, che spesso la psicologia dei risparmiatori li rende succubi della cosiddetta "sindrome di Stoccolma", cioè ostaggi dei loro aguzzini nel nome del credo irrazionale "*se non vendo non perdo*".

Le statistiche sulle graduatorie relative dei diversi fondi sono spesso falsate dal fenomeno dell'estinzione dei fondi "schiap-

pa” per liquidazione, cambio di strategia o fusione in altri fondi più brillanti: questo fenomeno determina un (solo) apparente appiattimento delle performance e delle graduatorie, apparente appiattimento cui possono appellarsi i nichilisti finanziari per sostenere che non esiste tecnica possibile per riuscire a selezionare i fondi migliori in ciascuna singola categoria.

Questa osservazione non comporta affatto il suggerimento di cambiare con eccessiva frequenza il cavallo su cui puntare. Essa significa solo che, integrata la valutazione dei fondi comuni con altri strumenti d’analisi grafica, parametrica e qualitativa, concentrare l’analisi su *best performer* di lungo termine riduce l’universo dei fondi “papabili” ad un numero più ragionevole e gestibile.

Ovviamente va evitato il frequente errore di mischiare pere e mele, cioè di confrontare fondi appartenenti a comparti diversi e di creare graduatorie ibride ed illogiche. Inoltre, questo fenomeno della relativa conferma delle graduatorie di lungo termine dei fondi (specie nei quintili inferiori ma anche in quelli superiori) è più frequente e marcato tra i fondi fortemente caratterizzati/specializzati in termini di strategie di investimento azionario rispetto ai fondi generalisti e bilanciati. Studi condotti sul mercato britannico, ad esempio, hanno segnalato che i fondi bilanciati sono assai poco sensibili a questo fenomeno di persistenza nelle graduatorie.

Ma, solo per un attimo, poiché l’ipotesi 2 non appare verificata dall’accademia, vogliamo qui per gioco abbracciare la fede del nichilismo finanziario (l’ipotesi 3) secondo cui non esiste possibilità di identificare le graduatorie future dei fondi comuni da quelle passate a causa della casualità nelle performance dei fondi. Premetto che, a mio avviso, l’ipotesi nichilista a volte prende il sopravvento nella credenza collettiva quando si commette l’errore metodologico di mischiare le pere con le mele, cioè i diversi comparti.

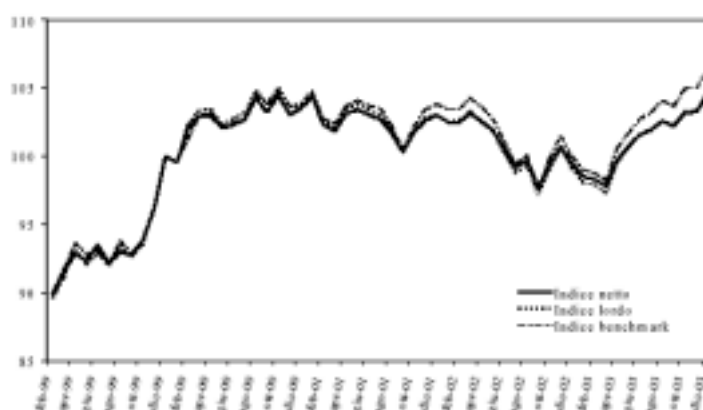
In questo caso avviene che, ai fini delle performance e delle graduatorie, l’erraticità dei diversi mercati finanziari ha il sopravvento sulle qualità dei singoli gestori e tende ad accreditare erroneamente tale impostazione. Tuttavia, tutto ciò premesso, se abbracciassimo l’ipotesi nichilista, l’unico investimento

razionalmente possibile non sarebbe più in fondi comuni ma solo in Etf.

Pertanto, sostenere che esistono utili criteri sperimentali, anche se ovviamente non scientifici ne' tanto meno perfetti, per la selezione "grossolanamente razionale" dei fondi comuni, poter sostenere che è possibile distinguere i somari da primi della classe, alla fin fine è una stessa ragione d'essere dell'industria dei fondi comuni, altrimenti destinata all'estinzione nello scontro contro gli Etf, essendo solo i tempi di presa di coscienza dei risparmiatori l'unica variabile incerta di questa transizione.

### Figura 1

Fondi pensione negoziali. Indici di capitalizzazione.  
(base 100 al 31 dicembre 1999)



In quest'approccio selettivo nei confronti degli *skill* dei gestori, comunque, notoriamente non credono i fondi pensione. I fondi pensione, nella sostanza, hanno abbracciato da sempre la scelta strategica a favore degli Etf (l'indicizzazione di portafoglio a basso costo), anche se, per pudicizia, non la chiamano così. Nella **figura 1**, tratta dalla relazione 2003 della COVIP (Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione), si confronta il rendimento medio ponderato dei fondi pensione negoziali i-

taliani con il loro benchmark medio ponderato. Il fenomeno dell'indicizzazione dei fondi pensione a livello aggregato è palese.

Hanno, dunque, ragione i fondi pensione e, al contrario, i selezionatori "attivi" dei gestori vendono solo "fuffa" e propaganda ai loro clienti od i fondi pensione, in fin dei conti, si sono mollemente adagiati sulla decisione di non scegliere e di non prendere decisioni? Credo che i fondi pensione abbiano ragione collettivamente ad aver fatto quella scelta (perché i fondi pensione del mondo non potrebbero adottare tutti contestualmente una filosofia attiva di gestione) ma abbiano torto se singolarmente considerati. Collettivamente sono (quasi) costretti all'indicizzazione ma, singolarmente, l'ineluttabilità di questa strategia rappresenta la scusa ideologica per scelte-non-scelte di assoluto basso profilo.



Salvador Dalí, *La persistenza della memoria*

## L'AlfaBeto dei fondi comuni

Abbiamo visto come i rendimenti assoluti dei fondi siano gli indicatori di base cui tutti, esperti o non, guardano per farsi una idea preliminare delle loro qualità relative. Tuttavia, i rendimenti sono troppo rozzi e primitivi per consentire, da soli, una selezione razionale dei fondi comuni.

Infatti, non è sufficiente battere il *benchmark* da parte dei fondi comuni per affermare di creare valore aggiunto duraturo per i sottoscrittori. Alcuni fondi battono i rispettivi *benchmark* quando questi salgono e perdono nei loro confronti quando questi scendono grazie a scelte speculative di portafoglio. In altri termini, battere il *benchmark* può essere solo la conseguenza di un maggior rischio assunto e non di speciali qualità del gestore.

Poiché i mercati azionari tendenzialmente salgono nel lungo termine, fondi più speculativi e più rischiosi possono battere i loro *benchmark* anche per lunghi periodi e mostrare rendimenti fenomenali ma li hanno conseguiti al prezzo di gravi rischi non ben compresi dai sottoscrittori: ad esempio, questo è stato il caso dei fondi di settore tecnologici durante la "bolla" di Internet. Come sia finita, è storia conosciuta.

Ecco che l'analisi parametrica dei fondi comuni ci consente di capire non solo i risultati conseguiti ma anche *come* siano stati conseguiti, cioè al prezzo di quali rischi assunti dal gestore.

I due parametri statistici di gran lunga più importanti nell'analisi dei fondi comuni sono i coefficienti Alfa e Beta. Questi sono semplicemente l'intercetta con l'asse delle Y ed il coefficiente angolare d'una retta stimata col metodo della regressione lineare calcolata col metodo dei minimi quadrati su due serie storiche: i rendimenti periodici del fondo (Y) e quelli corrispondenti del mercato di riferimento (X).

**Beta**, in sostanza, misura il rischio di mercato d'un fondo e la sua elasticità (cioè reattività) rispetto ai movimenti del mercato. Si esprime come numero.

**Alfa**, invece, è una misura di extraperformance del fondo rispetto al suo rischio Beta; un Alfa positivo indica più generi-

camente la capacità del gestore di selezionare i titoli sottovalutati che tendono a rivalutarsi rispetto all'indici di mercato indipendentemente dall'andamento di questi ultimi od una sua particolare capacità di fare efficacemente *market timing*. Si esprime come percentuale di rendimento (settimanale, mensile, annuale, ecc.).

Questi due indicatori hanno origine da uno dei più importanti modelli della finanza moderna, il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) per cui William Sharpe prese il Premio Nobel nel 1990. Questo modello ipotizza che il rendimento d'ogni attività finanziaria dipenda linearmente da due parametri: il coefficiente **Beta** che lo lega al rendimento del mercato di riferimento ed il coefficiente **Alfa** che è indipendente da esso. Secondo il CAPM il rendimento **Y** di un fondo è quindi legato, a posteriori, al rendimento del suo mercato di riferimento **X** dalla seguente relazione:

$$Y = \text{Alfa} + \text{Beta} \times X$$

dove:

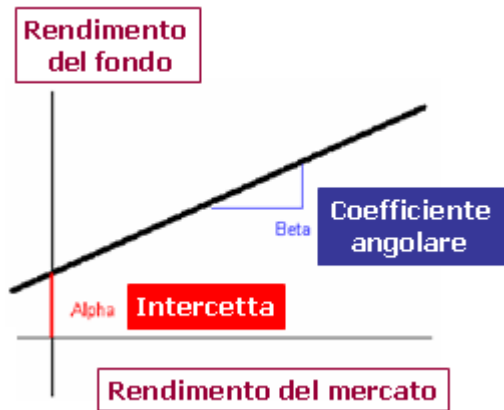
**Y** = rendimento del dell'attività finanziaria (azione, fondo, ecc.)

**X** = rendimento del mercato di riferimento (*benchmark*)

**Beta** = elasticità (reattività) di Y rispetto ad X

**Alfa** = rendimento della attività finanziaria indipendente dal rendimento del mercato. Nel caso che l'attività finanziaria sia un fondo, **Alfa** indica le capacità (storica) del gestore di fare stock picking (selezione di azioni) o market timing (entrare ed uscire dal mercato) in maniera efficace. La **figura 1** offre una rappresentazione grafica di questi coefficienti:

**Figura 1**



Per riassumere, la formula implica che:

- 1) il rendimento del fondo dipende dai suoi parametri Alfa e Beta che, a loro volta, dipendono dai parametri Alfa e Beta dei titoli in cui i fondi sono investiti, dai costi caricati sul fondo che riducono il valore netto di Alfa, dalla capacità di *timing* del gestore;
- 2) Alfa positivo indica capacità di selezionare titoli sottovalutati in relazione al loro rischio, Beta indica la reattività dei fondi (e delle singole azioni) al mercato. Un fondo con Alfa positivo si rivaluta anche se il mercato non sale. Un fondo con Beta = 1,5 si rivaluta del 15% se il mercato sale del 10% e viceversa (il 50% in più);
- 3) tra due fondi con uguali rendimenti Y, è preferibile quello con Alfa più elevato e Beta più ridotto;
- 4) attenzione: Alfa e Beta non sono stabili nel tempo per le singole azioni e quindi non lo sono neanche per i fondi (eccezion



fatta per i fondi indicizzati) anche se esistono alcune regole generali ed abbastanza stabili che legano i valori dei Beta dei titoli ai settori d'appartenenza delle società. Tuttavia, per semplicità noi ipotizzeremo una sostanziale stabilità di tali parametri, almeno per periodi brevi di tempo (2-3 anni).

Un breve esempio numerico può far comprendere perché questi due parametri siano essenziali per valutare la *qualità* dei risultati conseguiti dai fondi comuni.

Ipotizziamo che negli ultimi 3 anni quattro diversi fondi azionari abbiano realizzato una medesima performance del **25%** contro il **20%** del loro comune *benchmark*. Possono essersi verificate diverse situazioni di attribuzione delle performance ai fattori **Alfa** e **Beta**:

<b>Y</b>	=	<b>Alfa</b>	+	<b>Beta</b>	x	<b>X</b>
1) 25%	=	5%	+	1,00	x	20%
2) 25%	=	7%	+	0,90	x	20%
3) 25%	=	0%	+	1,25	x	20%
4) 25%	=	-5%	+	1,50	x	20%

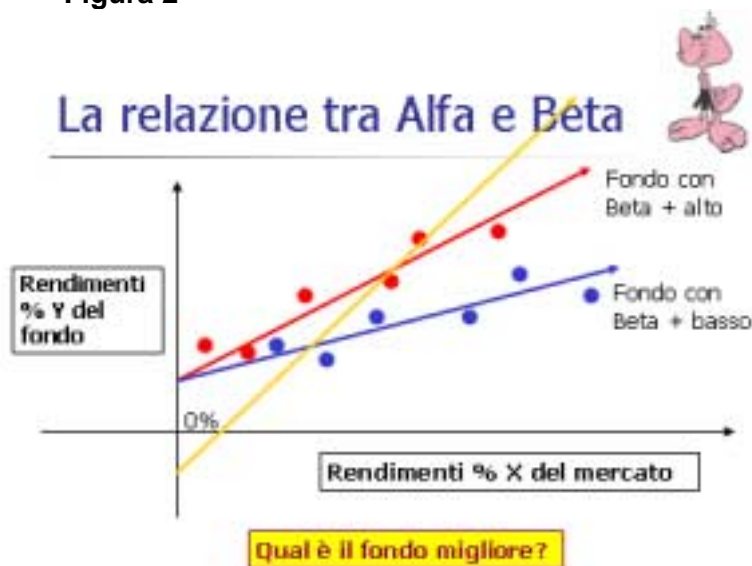
La seconda ipotesi è quella preferibile, la quarta ipotesi è quella più speculativa. In altri termini, le performance assolute dei fondi non dicono tutto, soprattutto non dicono come essere scomposte ed attribuite ai due fattori fondamentali che le compongono: la capacità dei gestori di selezionare le azioni migliori ed il loro orientamento speculativo. Per capire la differenza, simulate che il mercato sia, invece, sceso del 20%!

Ipotizziamo, quindi, che i quattro diversi fondi avessero dovuto in realtà fronteggiare un calo (e non un incremento) del **20%** del loro comune benchmark. Ecco la stima delle loro performance **Y**:

<b>Y</b>	=	<b>Alfa</b>	+	<b>Beta</b>	x	<b>X</b>
1) -15%	=	5%	+	1,00	x	-20%
2) -11%	=	7%	+	0,90	x	-20%
3) -30%	=	0%	+	1,25	x	-20%
4) -35%	=	-5%	+	1,50	x	-20%

Le performance sarebbero state chiaramente assai diverse. Questo esempio dimostra come non sia assolutamente sufficiente confrontare semplicemente le performance assolute di fondi diversi per poterli valutare adeguatamente ma sia necessario comprendere come i diversi gestori siano pervenuti a tali performance perché il “come” può svelare una differenza sostanziale di qualità. La **figura 2** rappresenta graficamente fondi con diverse combinazioni degli indicatori Alfa e Beta.

**Figura 2**



Per capire intuitivamente le virtù dei fondi con Alfa positivo e i danni di quelli con Alfa negativo, ecco rappresentate graficamente (**figura 3**) le performance di due fondi con Alfa positivo ed Alfa negativo in presenza di mercato azionario piatto. In questo scenario teorico, il coefficiente Beta non ha alcun modo d'influire sul rendimento finale del fondo ma il coefficiente Alfa continua, invece, ad operare sul suo rendimento finale.

In conclusione: investire in fondi con Alfa positivi significa scommettere sulla persistenza delle capacità professionali dei gestori, investire in fondi con Beta maggiori di 1 significa scommettere semplicemente sulla crescita dei mercati azionari. La differenza non è irrilevante. Ma quasi mai viene spiegata ai risparmiatori.



## **La legge di Lavoisier applicata alle polizze vita rivalutabili: “nulla si crea, nulla si distrugge, tutto si trasferisce”**

Qualcuno avrà riconosciuto nel titolo di questo articolo una variante della celebre legge del chimico Lavoisier che diceva, più precisamente, che in natura “*Nulla si crea, nulla si distrugge ma tutto si trasforma*”. Nel caso del denaro anziché della materia, il trasferimento (del denaro) corrisponde simbolicamente alla trasformazione (della materia).

Perché ho voluto accostare questa celebre frase di un illustre chimico francese del 1700 alle polizze vita? Perché tra i diversi strumenti d’investimento disponibili al pubblico sono certamente tra quelli che realizzano uno dei maggiori trasferimenti di denaro dalle tasche dei risparmiatori ai conti economici delle compagnie d’assicurazione.

Non è una mia opinione personale. Com’è noto, non mi permetterei mai d’avere opinioni personali su questioni finanziarie. È la conclusione coincidente di tre diversi libri su materie finanziarie d’autori di tre diverse nazionalità:



*“Di grave non ci sono solo i rendimenti stiracchiati dovuti a costi così alti da lasciar prevedere risultati regolarmente inferiori a quelli di chi investe direttamente i propri risparmi. Il guaio è che [le polizze vita] non funzionano ne’ sul piano assicurativo, ne’ su quello della sicurezza”.* Beppe Scienza, *Il risparmio tradito*, Edizioni Libreria Cortina, Torino, 2001.



*“Le polizze vita non dovrebbero essere usate come investimento ... Gli agenti adorano venderle per le alte commissioni di cui sono gravate”. Eric Tyson, Mutual Funds For Dummies, IDG Books, 1996.*



*“Non mischiate mai l'investimento con l'assicurazione ... l'industria assicurativa è il peggiore agente istituzionale che possa fraporsi fra voi ed il vostro denaro” ... Stuart Fowler, No Monkey Business, Financial Times Prentice Hall, Londra, 2002.*

La domanda che dovremmo porci è se questa coincidenza di giudizi su assicurazioni ed assicuratori abbia un reale fondamento o sia frutto di pregiudizi transnazionali come sono le stantie barzellette sugli ebrei. Per rispondere a tale domanda partiamo da una delle consuete denunce dei risparmiatori che ci è dato modo di leggere sulla stampa finanziaria:

*“Ho versato 2.500.000 lire per 5 anni (cioè 12.500.000 lire in tutto in una polizza vita e ora, alla scadenza, mi hanno liquidato 6.447 euro (ovvero 12.483.000 lire), cioè ho incassato meno di quanto ho versato”, segnalazione del Luglio 2004 sulla rivista Soldi Sette.*

Com'è possibile che possano verificarsi, con sempre più allarmante frequenza, situazioni come quella sopra descritta di separazione del denaro dai suoi legittimi proprietari dopo la sottoscrizione di polizze vita rivalutabili? La risposta, di solito, sta semplicemente nei costi di tali prodotti.

I costi delle polizze vita rivalutabili sono essenzialmente di due tipi: le commissioni caricate su ogni premio, detti carichi, che corrispondono in un certo senso alle commissioni d'ingresso applicate ai piani di accumulo dei fondi comuni, ed

il tasso di rendimento trattenuto dalle compagnie di assicurazione, complemento ad 1 del cosiddetto tasso di retrocessione dei rendimenti conseguiti.

*“Nessun pranzo è gratis”*, ci ricorda cinicamente il celebre chef Gianfranco Vissani ma, come sempre, è questione di misura nelle cose, quindi anche per il costo dei pranzi. Le polizze vita rivalutabili sono prodotti finanziari che, per ragioni che, per brevità, non staremo qui ad approfondire, sono destinate ad investire in strumenti finanziari prevalentemente monetari ed obbligazionari i quali, com'è noto, oggi offrono rendimenti estremamente contenuti.

Al tempo stesso, sono prodotti estremamente “spremuti” dai caricamenti commerciali. Se non potesse suonare offensivo persino per gli onesti baristi, potremmo dire che sono delle vere e proprie “spremute finanziarie”. I caricamenti commerciali sulle polizze vita sono stati stimati dall'ISVAP (l'ente di controllo delle assicurazioni) mediamente nel 12% del valore delle polizze (dato riferito all'anno 2003). Il che vuol dire che, se nel 2003 versavate un premio di € 100, mediamente non ve n'era investito più di 88 (l'88%) ed ogni premio versato partiva con l'handicap dover recuperare mediamente un 12% di perdita iniziale. Tanto per fare un paragone, è come se i fondi comuni obbligazionari presentassero commissioni d'ingresso del 12%. Parlereste di “stangata” a ragion veduta.

Ma questo valore del 12% era stimato dall'ISVAP come un valore medio tra diversi caricamenti di polizze aventi età diverse. Normalmente nelle polizze vita a premio pluriennale, i caricamenti sui premi dei primi anni sono molto più alti (fino al 40-70%) dei caricamenti dei premi degli anni successivi, così da penalizzare in maniera particolare chi abbandoni prematuramente una polizza vita decennale o ventennale o, come direbbe al contrario un assicuratore, in modo da premiare la fedeltà di quei risparmiatori che pagano fino in fondo il loro piano assicurativo.

Microsoft Excel, il miglior amico dell'uomo dopo il cane, ci viene in aiuto per capire in maniera analitica come i caricamenti sulle polizze incidano sui rendimenti finali di questi prodotti finanziari.

Ipotizziamo di analizzare due polizze vita rivalutabili, una quinquennale ed una decennale. Ipotizziamo per semplicità che i caricamenti sui premi versati siano costanti al 12% per ogni premio (il che è un'ipotesi particolarmente favorevole ai sottoscrittori, anche se irrealistica, nel senso che, nella realtà, non avviene così ma l'ipotesi ci semplifica la vita per i calcoli). Ipotizziamo, infine, che il rendimento ottenibile dagli investimenti della gestione separata delle polizze assicurative sia il 3,5%, che il tasso di retrocessione sia il 90% e che, pertanto, il rendimento annuo retrocesso al cliente sia il 3,15%.

La **tabella 1** ci mostra il valore futuro all'anno 5 e la **tabella 2** all'anno 10 di ciascuno dei premi versati nelle due simulazioni.

**Tabella 1**

		<b>Caso 1: polizza quinquennale</b>						
		Anni						
Premio lordo	100							
Caricamento	12%	1	88					
Premio netto	88	2		88				
Rendimento lordo	3,5%	3			88			
Tasso retrocessione	90%	4				88		
Rendimento netto	3,15%	5					88	
Valore futuro netto			102,8	99,6	96,6	93,6	90,8	<b>483,4</b>
Versamenti								<b>500,0</b>
Perdita								<b>-16,6</b>

Nel primo caso della polizza quinquennale, con le ipotesi di rendimento ipotizzate, la polizza non riesce a reggere il peso dei caricamenti ed offre un rendimento finale negativo al risparmiatore che ha complessivamente versato 500 ma incasserà solo 483,4.

**Tabella 2**

		<b>Caso 2: polizza decennale</b>											
		Anni											
		1	88										
		2		88									
		3			88								
		4				88							
		5					88						
		6						88					
		7							88				
		8								88			
		9									88		
		10										88	
	Valore futuro netto		120,0	116,3	112,8	109,3	106,0	102,8	99,6	96,6	93,6	90,8	<b>1047,8</b>
	Versamenti												<b>1000,0</b>
	Guadagno												<b>47,8</b>
	Tasso di rendimento		-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	1047,8



Solo il primo premio, cioè quello pagato all'anno 1, darà un rendimento positivo del 2,8% in cinque anni, pari allo **0,55%** composto annuo. Già il premio pagato nel secondo anno, che ha davanti a sé solo 4 anni di interessi maturandi, non riesce ad essere rimborsato alla pari. A maggior ragione presentano delle perdite i premi degli anni 3, 4 e 5. Il risultato è che il capitale maturato è inferiore al capitale versato.

Questo ci consente di comprendere analiticamente quello che è avvenuto a quel risparmiatore, citato in precedenza, che lamentava di aver incassato dalla sua polizza meno del valore nominale di quanto versato in cinque anni. Le polizze emesse a partire dall'anno 2001 non godono più dei benefici fiscali che restano, però, validi per le polizze sottoscritte entro il 31.12.2000. Pertanto, chi sottoscrive oggi una polizza vita rivalutabile non può contare su nessun beneficio fiscale ed il quadro presentato dalla simulazione fatta in Excel può considerarsi realistico e persino ottimista.

Nel secondo caso (**tabella 2**) della polizza decennale, il rendimento finale lordo è sempre miserrimo ma la lunghezza del periodo di investimento consente, tuttavia, di assorbire i caricamenti e di offrire un rendimento nominale positivo di 47,8 che corrisponde ad un rendimento annuale netto (*internal rate of return*, tasso implicito di rendimento) dello **0,85%**. Non dimentichiamoci che si partiva da un rendimento di mercato ipotizzato nel **3,5%**: di questo **3,5%**, ben **2,65%** è andato alla compagnia di assicurazione e solo **0,85%** è andato al sottoscrittore della polizza. Come potete immaginare, una commissione del 2,65% prelevata su prodotti di tipo obbligazionario sarebbe giudicata insensata se fosse esplicitata in maniera trasparente. Ma vi sono altri modi per interpretare questi risultati: **(a)** nei fatti, i premi dal nr. 7 al nr. 10 vengono restituiti al risparmiatore per meno di quanto egli ha versato perché non hanno avuto tempo sufficiente per recuperare i caricamenti ma di questo il risparmiatore non è consapevole a causa della stratificazione dei premi pagati in anni diversi; **(b)** il primo premio pagato all'anno 1 di fatto impiega 4 anni su 10 (il 40% del tempo disponibile) per andare a *break even*, cioè per recupera-

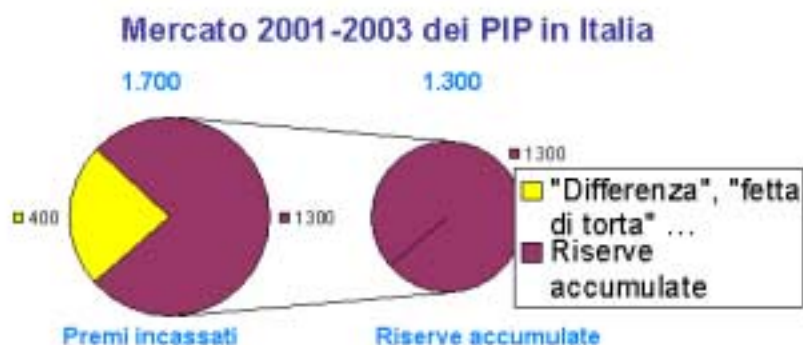
re i caricamenti e sfrutta solo 6 anni per produrre un reddito a favore del risparmiatore, il premio pagato all'anno 2 impiega 4 anni su 9 (il 44,4% del tempo) per andare a *break even*, ecc.. Un rendimento dello 0,85% è minore persino dell'inflazione stimata dall'Istat. È chiaro che impegnare il capitale per 10 anni ad un tasso d'interesse dello 0,85% non è una soluzione razionale sotto nessun punto di vista. Mentre scrivo, il tasso di rendimento a scadenza dei BTP decennali è di approssimativamente il 3,5% e, mantenendo i BTP in portafoglio fino al rimborso, questo rendimento è assicurato senza sforzo e senza rischio.

Ora vi sarà chiaro perché le compagnie d'assicurazione tendano a spingere commercialmente le polizze vita rivalutabili con scadenze più lunghe. Non solo perché, in tal modo, per un più lungo periodo di tempo incassano ricchi caricamenti ma anche perché polizze più lunghe riescono a mascherare un po' meglio – soprattutto a chi non abbia dimestichezza con la matematica finanziaria – la distruzione di ricchezza realizzata a danno dei risparmiatori da queste macchine mangiasoldi. Significa anche avere meno investitori (letteralmente) furibondi o, quanto meno, averli furibondi meno frequentemente: il problema del “brusco risveglio” è rimandato a fra 10 o 20 anni, quando l'assicuratore sarà forse già in pensione ... Infatti, una maldicenza dice che le polizze vita con durata inferiore ai cinque anni vengano fatte vendere da agenti d'assicurazione cui manchino meno di cinque anni per andare in pensione o che, in alternativa, possano permettersi una guardia del corpo.

Una forma particolare di polizze vita rivalutabili sono i PIP, Piani Integrativi Pensionistici (privati). Il **grafico 1** mostra i premi raccolti dai PIP in Italia nel periodo 2001-2003 (pari a 1,7 miliardi di euro) e le riserve accumulate a fine 2003 a fonte di tale raccolta, pari a 1,3 miliardi di euro. La differenza di 400 milioni di euro può sostanzialmente imputarsi ai caricamenti, cioè ai costi commerciali ed amministrativi. È una fetta di torta che viene prelevata dal risparmio previdenziale privato talmente ingente che risulta, per la sua dimensione, evidentemente conflittuale ed incompatibile con gli obiettivi sociali

dell'investimento finalizzato a scopi previdenziali. Dunque, evitate le "PIPpe" assicurative!

**Grafico 1**



Le polizze vita rivalutabili non possono fare nulla di sostanzialmente diverso dai fondi obbligazionari. Non possono *creare* più ricchezza rispetto ad una gestione obbligazionaria, non possono *distruggere* più ricchezza rispetto ad una gestione obbligazionaria ma certamente *trasferiscono* molta più ricchezza rispetto ad una gestione obbligazionaria tradizionale.

I risparmiatori debbono diventare più consapevoli di questo problema commissionale ma il legislatore deve rendere più trasparente il mercato della finanza previdenziale. I comuni risparmiatori dovrebbero essere in grado di capire il rendimento a scadenza delle polizze vita sotto diversi scenari dei tassi e di paragonarlo agevolmente al rendimento dei titoli dei Stato sotto i medesimi scenari.

E, dopo queste considerazioni, siate sinceri: vi sono parso estremista quando ho usato il termine di "spremute finanziarie" riferito alle polizze vita? O semplicemente realista?



## Patologia della complessità finanziaria

Credo che ormai sia chiaro come uno dei più delicati temi che riguardano l'intermediazione finanziaria sia come assicurare un equo profitto agli intermediari finanziari per la loro attività senza compromettere, nel contempo, l'erogazione di sufficiente valore aggiunto nei servizi resi ai sottoscrittori dei prodotti finanziari

È un tema delicato perché riguarda equilibri delicati tra contrapposti interessi e fenomeni di asimmetria informativa. Analisi di lungo termine sulle borse azionarie più mature e sviluppate del mondo segnalano che il rendimento reale (cioè al netto dell'inflazione) delle azioni, al lordo di imposte, commissioni di negoziazione e di gestione, si aggira attorno al 6% annuo, un valore molto vulnerabile in condizioni reali. Non è infrequente imbattersi in prodotti caricati di costi annuali del 5-6%. Salvo rare eccezioni, sottoscriverli di fatto significa assumersi il rischio dell'investimento azionario per conseguire un rendimento reale pari a zero. Analogo ragionamento può applicarsi al premio di lungo termine per il rischio delle azioni. Prodotti caricati con costi commissionali troppo elevati possono implicare l'assunzione da parte degli investitori di un rischio azionario ma anche il contestuale trasferimento del relativo premio agli intermediari. Il tema, dunque, è assai delicato.

Il tema, così genericamente posto, tuttavia, è anche ambiguo o, per lo meno, incompleto. Infatti lascia aperto il problema di come si dovrebbe misurare il "valore aggiunto", cioè l'utilità, incorporata nei servizi finanziari per i sottoscrittori dei servizi. Forse confrontando i risultati di tali servizi con quanto i risparmiatori potrebbero ottenere singolarmente con il "fai da te" finanziario? Per molti anni è stato usato questo confronto e – per giustificarlo – bisogna considerare che i primi fondi comuni furono disponibili in Italia solo nel 1984. I vantaggi che promettevano di offrire ai risparmiatori in termini di diversificazione di portafoglio ed economie amministrative (per non parlare di competenze professionali) erano tali da prefigurare un potenziale valore aggiunto positivo rispetto al "fai da te". In una prima fase di sviluppo dell'industria del risparmio ge-

stato la logica di quel confronto poteva avere un senso ma, col passare del tempo, con l'incremento dell'attitudine dei risparmiatori italiani a farsi gestire e con l'incremento dei prodotti disponibili, non più.

Oggi l'**analisi del valore** dei prodotti finanziari deve potersi sempre più assimilare all'analisi del valore adottata nell'industria manifatturiera per la re-ingegnerizzazione dei prodotti industriali. Un prodotto industriale viene scomposto nelle sue componenti e per ognuna di esse ci si interroga: possiamo fare a meno di questa componente, risparmiandone il costo? Possiamo ottenerla di migliore qualità a costo minore? Possiamo ottenerla di qualità migliore allo stesso costo? Se ad una sola di queste tre domande è possibile rispondere positivamente, significa che il prodotto è in qualche modo migliorabile per il cliente finale e può offrire ad esso un maggiore valore aggiunto.

L'analisi del valore applicata ai prodotti finanziari, così come ho cercato di spiegarla in *Judo finanziario* con un uso intensivo della metodologia dei casi, dovrebbe avere, almeno in teoria, la stessa logica. Ho scritto "dovrebbe" perché la strutturazione dei prodotti finanziari è troppo spesso pensata sulle esigenze delle reti di vendita piuttosto che sulle esigenze degli investitori.

### **Il ruolo delle Authority di controllo. Viva la perfida Albione!**

Un principio di basilare buon senso per la ingegnerizzazione dei prodotti finanziari è che, se un determinato obiettivo di rischio/rendimento può essere perseguito con un prodotto finanziario semplice, non c'è ragione per perseguirlo in maniera più complessa con un prodotto più complicato.

Ad una crescente complessità strutturale dei prodotti finanziari deve corrispondere un effettivo miglioramento delle loro caratteristiche di rischio/rendimento, altrimenti è preferibile optare per i prodotti più semplici. Diversamente, infatti, l'aumento della complessità del prodotto deve giudicarsi inutile e persino dannosa per i risparmiatori.

Lo stesso Regolamento Attuativo del testo Unico della Finanza fa un riferimento generale a questo principio. L'art. 26, comma f del Regolamento Attuativo del TUF afferma esplicitamente:

*“Gli intermediari autorizzati operano al fine di contenere i costi a carico degli investitori e di ottenere da ogni servizio d'investimento il miglior risultato possibile, anche in relazione al livello di rischio prescelto dall'investitore”.*

In altri termini, la Consob, l'ente che ha emanato il Regolamento Attuativo, ha stabilito che, almeno sul piano del principio, i risparmiatori hanno diritto a prodotti finanziari che non siano strutturati in maniera baroccheggianti, con il relativo trascinarsi di costi inutili per loro ed utili solo per gli intermediari. Ovviamente, tra le dichiarazioni di principio e la loro applicazione pratica vi sono molti oceani perigliosi e molti interessi conflittuali in mezzo.

Un caso esemplare di potenziale applicazione di quel comma sarebbe dovuto essere, a mio avviso, quello dei prodotti *My Way* e *4 You* in quanto è stato dimostrato matematicamente che semplici piani di accumulo sarebbero stati più efficienti per i risparmiatori rispetto all'investimento tramite l'accensione di mutui. Ma così non è stato, la Consob non è voluta entrare in quel merito. Tuttavia, a questo punto una domanda sulla questione è lecita: a quale situazione-tipo pensava effettivamente la Consob quando dettò quell'articolo di un regolamento che è rimasto sostanzialmente lettera morta, come se tutti i prodotti disponibili sul nostro mercato finanziario contenessero effettivamente i costi a carico degli investitori? Ad una pura dichiarazione di astratti principi che viene, però, vanificata dal principio della libertà contrattuale tra le parti (per cui chiunque può farsi legalmente “spennare” purché dichiarati per iscritto di aver preso atto dei rischi dell'investimento)? Ma un regolamento finanziario non ha la funzione della Costituzione della Repubblica, ne' è un documento dove accumulare articoli in concreto inapplicabili. Allora, molto meglio non offrire false illusioni, cancellare gli arti-

coli che dichiarano principi non applicati od inapplicabili (perché implicano un giudizio di merito sui prodotti finanziari nei quali la Consob non può o non vuole entrare) e dire chiaramente ai risparmiatori che non è realistico determinare il miglior risultato possibile per un servizio d'investimento, anche in relazione al rischio prescelto, come invece il Regolamento Attuativo del TUF vorrebbe far credere. Ma solo se gli articoli restano non applicati è opportuno cancellarli, un po' come i file temporanei di Windows, inutili ma che occupano spazio sul disco fisso.

Tuttavia, prima di trarre conclusioni affrettate sulla impossibilità delle Authority ad intervenire almeno sui casi più evidenti e clamorosi, non è sbagliato allungare lo sguardo sul comportamento tenuto da altre Authority in merito a conflitti d'interesse analoghi, ad esempio la *Financial Services Authority*, la Consob britannica.

In un caso clamoroso della fine degli anni '90, il grande scandalo dei PIP (Piani Integrativi Pensionistici individuali) britannici, la FSA impose risarcimenti miliardari (in miliardi di sterline) a quelle società che avevano indotto molti lavoratori ad uscire dagli efficienti piani pensionistici negoziali per sottoscrivere dei Piani Integrativi Pensionistici individuali, assai più costosi ed assai meno efficienti sotto il profilo previdenziale. La FSA non sanzionò solo la mancata trasparenza con cui venne incentivata questa inefficiente operazione di *switch* tra piani pensionistici e PIP ma commisurò i risarcimenti pagati ai lavoratori al maggior costo dei PIP rispetto ai piani pensionistici fatti abbandonare tramite informazioni incomplete o ingannevoli. Da un certo punto di vista, la FSA applicò in maniera rigorosa ciò che la Consob ha solo enunciato per principi generali. *Abbasso la differenza! Viva la perfida Albione!* (per chi voglia approfondire il caso, rinvio al libro di Stuart Fowler, *No Monkey Business [Niente imbrogli]*, Financial Times Prentice Hall, 2002).

Come dite? È un caso che non si è mai verificato in Italia? Ma se la stampa italiana è piena di cronache di intermediari che fanno uscire i loro clienti dai fondi per farli confluire in polizze *Unit Linked* e nei PIP!

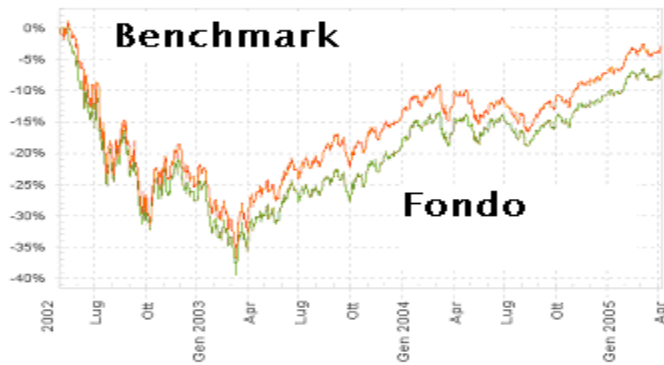
## Un esempio

Tra le lezioni di *Judo finanziario* la più incisiva sul principio che “*semplice è meglio*” è forse quella dedicata ai fondi di fondi. Se, com'è stato ripetutamente evidenziato dalla ricerca empirica, i fondi comuni incontrano gravi difficoltà ad offrire un valore aggiunto effettivo ai sottoscrittori (rispetto agli Etf), è immaginabile che prodotti gravati da una più densa stratificazione di commissioni possano incontrare difficoltà ancora maggiori. Per dimostrare questo concetto ho messo a confronto tre diversi fondi di fondi: (1) un fondo di fondi monomarca, (2) un fondo di fondi plurimarca e (3) un fondo di Etf settoriali.

Sui primi due prodotti non c'è storia, la distruzione di valore rispetto a semplici strategia di indicizzazione di portafoglio è apparsa evidente anche senza ricorrere ad analisi sofisticate.

Ma anche il terzo prodotto, sicuramente il migliore fra i tre esaminati, presenta il difetto di un'inutile complessità rispetto all'obiettivo che – sia pur non dichiarato esplicitamente – appare essere quello della indicizzazione all'indice Dow Jones Eurostoxx.

Figura 1





La **figura 1** conferma come il fondo, dal suo lancio, si è sostanzialmente attenuto alla politica di assecondare il suo benchmark, costituito al 90% dall'indice Dow Jones Eurostoxx.

Il fondo investe in poco meno di venti Etf settoriali che, almeno ufficialmente, sono soggetti a periodici ribilanciamenti. Presenta, pertanto, una complessità strutturale non insignificante. Questa complessità strutturale è giustificata dagli obiettivi perseguiti e dai risultati conseguiti? Offre vantaggi di qualche natura ai suoi sottoscrittori rispetto alla sottoscrizione di un semplice Etf europeo come, ad esempio, l'Etf **SPDR Europe 350 Fund** che presenta una commissione di gestione dello **0,35%** contro quella dello **0,96%** del fondo in questione? O rispetto all'Etf **iShares Dow Jones Euro Stoxx 50** che ha un *Total Expense Ratio* di solo **0,25%** e, diversamente dal precedente, si concentra nella sola area dell'Euro?

Evidentemente, no, non offre vantaggi ma solo un aggravio di costi. In qualunque prodotto finanziario, per giustificarsi una complessità strutturale superiore a quella di un Etf, il prodotto deve perseguire (efficacemente o, almeno, provarci) l'obiettivo di una gestione *attiva* di portafoglio. I fondi di fondi (prodotti più complessi – e più costosi – dei singoli fondi) non hanno alcun senso logico ed economico per i risparmiatori se risultano, nella sostanza, indicizzati. I due Etf prima menzionati, invece, per citare ancora una volta il Regolamento Attuativo del TUF, offrono all'investitore il miglior risultato possibile, se il suo profilo di rischio è quello del *benchmark*. Sia pure per la distorsione dei dividendi (incassati dagli Etf ma non calcolati nella maggior parte degli indici azionari) noi vedremmo questi Etf battere i relativi *benchmark* anziché esserne battuti, in altri termini vedremmo il fondo battere il suo *benchmark* e non viceversa.

È sì vero che la commissione di gestione di questo fondo di Etf è relativamente bassa, se confrontata con quella di altri fondi presenti sul mercato, e che questo prodotto, a sua volta, investe in prodotti decisamente poco costosi ma di questo contenitore sovra-strutturale non si sente veramente alcun bisogno se ci si mette dal punto di vista dell'investitore razionale. Ben che vada, la somma complessiva delle commissioni di gestio-

ne che gravano sul prodotto raggiunge circa l'**1,3%** (in quanto alla commissione di gestione del fondo di Etf devono aggiungersi le commissioni di gestione degli Etf in portafoglio), che è spropositatamente elevata per una gestione che, nella sostanza, si è rivelata “tentativamente” indicizzata. Tentativamente, ma senza riuscirci.

Parafrasando il titolo di una celebre commedia di Shakespeare, si è fatto “*molto lavoro per nulla*”, ma solo dal punto di vista dell’efficienza del prodotto. Ovviamente il contenitore sovrastrutturale, anche se inefficiente purché apparentemente sofisticato, giustifica agli occhi di un risparmiatore inesperto o disattento una commissione di gestione più elevata di quella strettamente necessaria per un’operatività sostanzialmente equivalente (e, anzi, migliore) di un singolo Etf e, pertanto, la sovrastruttura imposta al prodotto riveste una sua funzione economica per chi vende il prodotto.

Questa è, purtroppo, una delle più gravi ed irrisolte contraddizioni del nostro sistema d’intermediazione finanziaria. Il sistema presenta costi non indifferenti, specie laddove opera con reti di vendita specializzate, e non può permettersi di collocare prodotti semplici. Sforza in continuazione prodotti complessi dove, nel migliore dei casi, la complessità serve a giustificare (apparentemente) livelli commissionali più elevati e dove, nel peggiore dei casi (le obbligazioni strutturate), serve a rendere materialmente indecifrabile il *pricing* dei prodotti. Solo eccezionalmente la maggiore complessità dei prodotti finanziari è finalizzata alla gestione attiva e ad un miglior rapporto rischio/rendimento rispetto ai prodotti a gestione passiva. L’UCAS finanziario, **l’Ufficio finanziario per la Complicazione degli Affari Semplici**, è uno degli servizi più strategici nel marketing degli intermediari finanziari.

Allora, ripeto qui un paio di concetti, che dovrebbero essere scontati ma, evidentemente, non lo sono, sui *fondi di fondi azionari*. Solo due tipologie di fondi di fondi azionari hanno senso logico ed economico per i risparmiatori: **(1)** quelli (monomarca o plurimarca) che avvicendano in maniera dinamica i fondi in portafoglio secondo logiche sistematiche o discrezionali, **(2)** quelli (plurimarca) che vi tengono staticamente le posizioni sotto l’ipotesi che siano stati i scelti tra i fondi migliori

a gestione attiva disponibili sul mercato. Usare un fondo di fondi per perseguire una strategia di indicizzazione o di semi-indicizzazione è un puro non-senso. È come voler usare uno schiacciasassi per rompere noci e nocchie quando uno schiaccianoci è più che sufficiente allo scopo: è utile solo ai produttori di schiacciasassi.

Ma, se è vero che fondi di fondi in particolare mai dovrebbero risultare prodotti indicizzati (nella sostanza, di là delle dichiarazioni di diverse strategie attive perseguite) è altrettanto vero che, con l'aumento degli Etf geografici e settoriali presenti sul mercato, anche i fondi comuni dovrebbero proporsi agli investitori solo con strategie attive di investimento. Perché pagare di più per ottenere lo stesso risultato? Per la “consulenza” offerta dalla forza di vendita dei fondi? È bene che i risparmiatori si abituino a pagare la consulenza separatamente dai prodotti che sottoscrivono.

### **Cheese: siete a Candid Camera!**

Dopo aver fatto queste riflessioni desidero ricordare, ancora una volta, che, nonostante le osservazioni fin qui svolte a fini didattici, il prodotto esaminato è di sicuro il migliore tra i tre analizzati nel capitolo su *Fondi dei fondi e gpf*. Immaginatevi gli altri due! Se volete analizzare delle sovrastrutture finanziarie ben più barocche, andate al capitolo sulle polizze *Unit* ed *Index Linked*. Sono i prodotti che ricadono in quella che ho definito come “l'inaccettabile fisiologia della finanza”, la “normalità” di prassi commerciali che depredano legalmente gli investitori del premio per il rischio.

Mentre l'attenzione dei media si concentra, ad ondate emotive, sulle patologie truffaldine per le quali è competente la magistratura, insufficiente attenzione è, invece, normalmente dedicata all'“inaccettabile fisiologia della finanza”, quella finanza per cui non esistono gli estremi per classificarla come truffaldina ai sensi del codice penale ma che trasferisce ricchezza dai risparmiatori agli intermediari in maniera ingiustificata persino ai sensi di un comma dimenticato di un regolamento finanziario.

Infine, dopo l'analisi del prodotto ho voluto affrontare il tema delle motivazioni che avevano indotto la Sgr ad ingegnerizzarlo in quel modo, anziché in un modo alternativo. Infatti, l'idea di un fondo che gestisca un portafoglio di Etf è un'idea innovativa se la gestione fosse dinamica anziché sostanzialmente indicizzata. È l'uso minimalista ed improprio che si fa del contenitore che è irrazionale, non il contenitore in sé.

Pertanto, ho sottoposto queste stesse modeste (ma logiche) riflessioni al Presidente della Sgr e, non avendo risposta, al suo Direttore Generale. Mancando la risposta – e nella ragionevole certezza che la risposta sarebbe *ancora* mancata se avessi continuato a sollecitarla – ho voluto comunque riproporre queste stesse riflessioni alla banca lombarda che controlla la Sgr. Al suo Presidente, al suo Consigliere Delegato ed al suo Direttore Generale. Ancora nessuna risposta, come prevedibile.

Insomma, nessuno si è degnato di spiegare perché i loro “ingegneri finanziari” amassero complicare le cose semplici, perché preferissero gli schiacciasassi agli schiaccianoci. Il silenzio offre comunque spunti di meditazione ed è, per questo, prezioso.

Ehi, guardate che siete a *Candid Camera!* Agitate la mano e salutate i risparmiatori, grazie.



## Biografia dell'autore



Paolo Sasseti è un membro dell'AIAF (l'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari) dal 1989 e già membro del Comitato Scientifico della Rivista trimestrale dell'Associazione. Dopo esperienze al Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica, in grandi gruppi industriali come Fiat, Ibm, Sgs, è diventato capo ufficio studi e capo gestore di Pasfin (ora BNP Paribas Italia), successivamente è entrato nel team della Sopaf, una società leader nel capitale di rischio, dove ha creato un portafoglio di successo composto da investimenti internazionali di *private equity* e di fondi *hedge and futures*. Ha pubblicato due libri su temi finanziari per l'editore FrancoAngeli. Oggi è consulente d'investimento per patrimoni familiari e consulente aziendale per piccole aziende innovative. Sviluppa modelli quantitativi di asset allocation dinamica. Tiene in aula il primo corso italiano di "autodifesa finanziaria".

Paolo Sasseti è raggiungibile alle mail:  
paolo\_sasseti@yahoo.it  
Costanza\_Consulting@Brianzaest.it