

COVER STORY

IL RISPARMIO GESTITO AL CONFRONTO CON IL MERCATO

**Quando il gestore
non supera
la prova dell'Etf**

FONDI COMUNI O ETF

QUANDO IL GESTORE VALE LA SPESA

Soltanto 7 fondi su 20 giustificano i maggiori costi prelevati dalle Sgr per il valore aggiunto offerto ai sottoscrittori

**Quando
gioca in casa
a Piazza Affari
il gestore attivo
viene promosso**

THE AUTHORITY ON GLOBAL FUND MANAGEMENT | FINANCIAL TIMES |

FTfm

**86% of active
equity funds
underperform**

Study questions value of stockpicking

COME SELEZIONARE I GESTORI ATTIVI

Marcello Rubiu - Norisk srl – marcello.rubiu@norisk.it
società di consulenza finanziaria indipendente

Le performance passate non sono indicative per il futuro

- Le overperformance registrate nel passato dai gestori attivi non sono una rassicurazione per il futuro. **La persistenza dei risultati, secondo la letteratura finanziaria, è piuttosto bassa;**
- Per scegliere **un fondo attivo** questo **deve avere almeno ottenuto un rendimento addizionale rispetto ad una strategia in ETF** durante un orizzonte temporale sufficientemente lungo;
- La overperformance deve essere valutata utilizzando delle apposite metodologie, che consentono di standardizzare il livello di rischio di strumenti caratterizzati da alea differente;
- I metodi utilizzati devono consentire di neutralizzare il timing di entrata e uscita dal mercato da parte dell'investitore;

Le regole di ingaggio del gestore attivo: benchmark vs. obiettivi di investimento

- La dichiarazione di un benchmark da parte di un gestore attivo è una sorta di «camicia di forza» e **agevola il confronto con i «cloni»**;
- C'è la tendenza da parte delle case prodotte a **non esplicitare un benchmark di confronto**, preferendo invece dichiarare generici obiettivi di investimento di natura qualitativa, davvero poco utili per apprezzare la qualità della gestione attiva;
- Frequentemente i money manager investono in strumenti non compresi nei loro benchmark dichiarati, seppur previsti nel prospetto informativo;
- Se si può si evita il raffronto diretto con il benchmark con la scusa di adottare strategie di investimento a ritorno assoluto;

La valutazione relativa degli investimenti: fondi vs. strategia in ETF

- L'investitore finale non valuta **gli esiti degli investimenti comparandoli con quanto registrato dal mercato**;
- **Il giudizio che formula è unicamente sul risultato assoluto** (+3% oppure -6%), senza confrontare tale esito con la dinamica di mercato e con il livello di rischio a cui si è esposto;
- Quindi se l'esito è positivo il merito è del gestore e dell'intermediario, se negativo la colpa ricade sulla crisi finanziaria...
- **Il giudizio corretto è sempre relativo** e deve essere formulato rispetto ad un investimento assimilabile per tipologia e livello di rischio;

La gestione attiva come un fattore di rischio aggiuntivo da remunerare adeguatamente

- Investire in modo passivo significa esporsi ai fattori di rischio e di relativa remunerazione di un determinato mercato;
- La scelta attiva comporta l'aggiunta di un ulteriore fattore di rischio: le scelte del gestore. Che può aggiungere valore oppure toglierlo;
- Anche nella gestione attiva c'è un'anima passiva. Basta guardare l' R^2 .
- C'è la necessità di separare il «caso» dalle competenze del gestore attivo, per avere rassicurazioni almeno per il passato;
- Il confronto tra fondi e una strategia assimilabile in ETF consente di offrire contestualmente un termine di confronto affidabile e, ovviamente, un'alternativa ad un costo contenuto;

Rating, non ranking: confronto con strategie assimilabili in ETF

- La metodologia di **Norisk** valuta le **performance risk-adjusted** di un fondo **confrontandole**, invece che con un teorico benchmark, **con una strategia in ETF** in grado di replicare la categoria di appartenenza del fondo;
- **Risk Adjusted Performance (RAP)**, ideato dai Modigliani (1997), consente a tutti di comprendere l'esito di un confronto tra un fondo attivo, in quanto viene rappresentato da un differenziale di rendimento in € tra due soluzioni di investimento;
- La **persistenza della performance** del fondo viene misurata attraverso l'indice di Sortino, calcolato nella versione «relative», ovvero utilizzando come rendimento minimo accettabile quello registrato da una strategia in ETF comparabile;
- La rilevazione degli «excess returns» avviene su periodi ampi, almeno 3 anni, assegnando un peso maggiore ai rendimenti più recenti e a decrescere a quelli nel passato.

Modigliani RAP e persistenza delle performance dei gestori attivi (Sortino relative ratio)

Il lavoro di ricerca è stato ispirato dalla considerazione che lo Sharpe Ratio, e indicatori simili, fossero di difficile interpretazione per l'investitore medio;

$$RAP = (\bar{R}_F - \bar{R}_{\text{risk free}}) * \frac{\text{dev std}_B}{\text{dev std}_F} + \bar{R}_{\text{risk free}}$$

- Possiamo pertanto calcolare un differenziale, ΔRAP , ottenuto dal confronto tra un gruppo di fondi con un focus di investimento omogeneo rispetto ad una strategia in ETF*;

$$RAP_M = 10000 \times (1 + RAP_F)^T$$

** La nostra metodologia utilizza la versione di Lobosco (1999), che considera la specializzazione del fondo.*

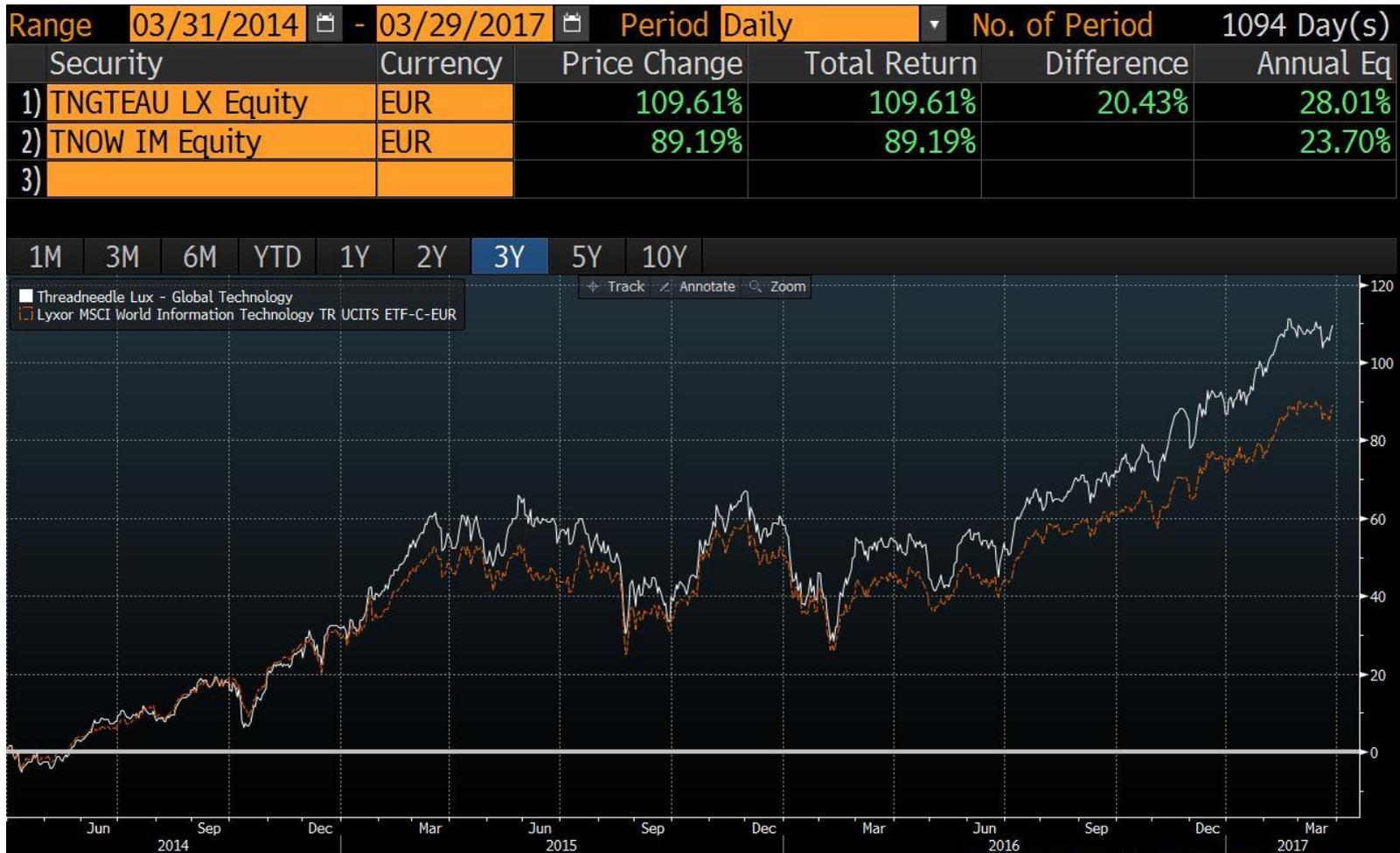
Le analisi delle categorie pubblicate sul Sole24 Ore

Categoria Morningstar	Data	Fondi	Rendimenti > ETF		RAP > ETF		Norisk ^R	
			N	%	N	%	N	%
Bilanciati Prudenti EUR - Globali	25/03/2017	180	12	6.7%	19	10.6%	5	2.8%
Azionari Settore Tecnologia	25/02/2017	65	7	10.8%	7	10.8%	7	10.8%
Azionari Paesi Emergenti	28/01/2017	300	53	17.7%	95	31.7%	82	27.3%
Bilanciati Flessibili EUR - Globali	24/12/2016	207	5	2.4%	2	1.0%	1	0.5%
Obbligazionari Diversificati EUR	26/11/2016	198	57	28.8%	29	14.6%	24	12.1%
Azionari Italia	22/10/2016	50	36	72.0%	36	72.0%	35	70.0%

Il caso dei Bilanciati Prudenti EUR Globali

- 180 fondi retail, con investimento minimo inferiore uguale a 10mila€ ed almeno 3 anni di vita;
- Solamente 12 ottengono rendimenti superiori alla strategia in ETF;
- Salgono a 19 se utilizziamo il RAP come termine di raffronto;
- L'utilizzo congiunto di RAP insieme al Sortino relative consente di promuovere solamente 5 fondi su 180;
- Costo medio dei fondi 1,8% (senza considerare spese sottoscrizione/rimborso), rispetto ad un costo combinato della strategia in ETF dello 0,2%;
- 133 fondi su 180 evitano di dichiarare il benchmark oppure si rifugiano su un termine di confronto monetario (6);

Un ottimo fondo con il senno di poi...



LU0444971666 Threadneedle Global Technology AU [2%] (bianco)

LU0533033667 Lyxor MSCI World Information Technology TR [0,4%] (rosso)

... ma pochi l'avrebbero scelto 3 anni orsono

Range	03/31/2011	-	03/28/2014	Period	Daily	No. of Period	1093 Day(s)
Security	Currency	Price Change	Total Return	Difference	Annual Eq		
1) TNGTEAU LX Equity	EUR	24.48%	24.48%	-18.59%	7.59%		
2) TNOW IM Equity	EUR	43.07%	43.07%		12.70%		
3)							



LU0444971666 Threadneedle Global Technology AU [2%] (bianco)

LU0533033667 Lyxor MSCI World Information Technology TR [0,4%] (rosso)

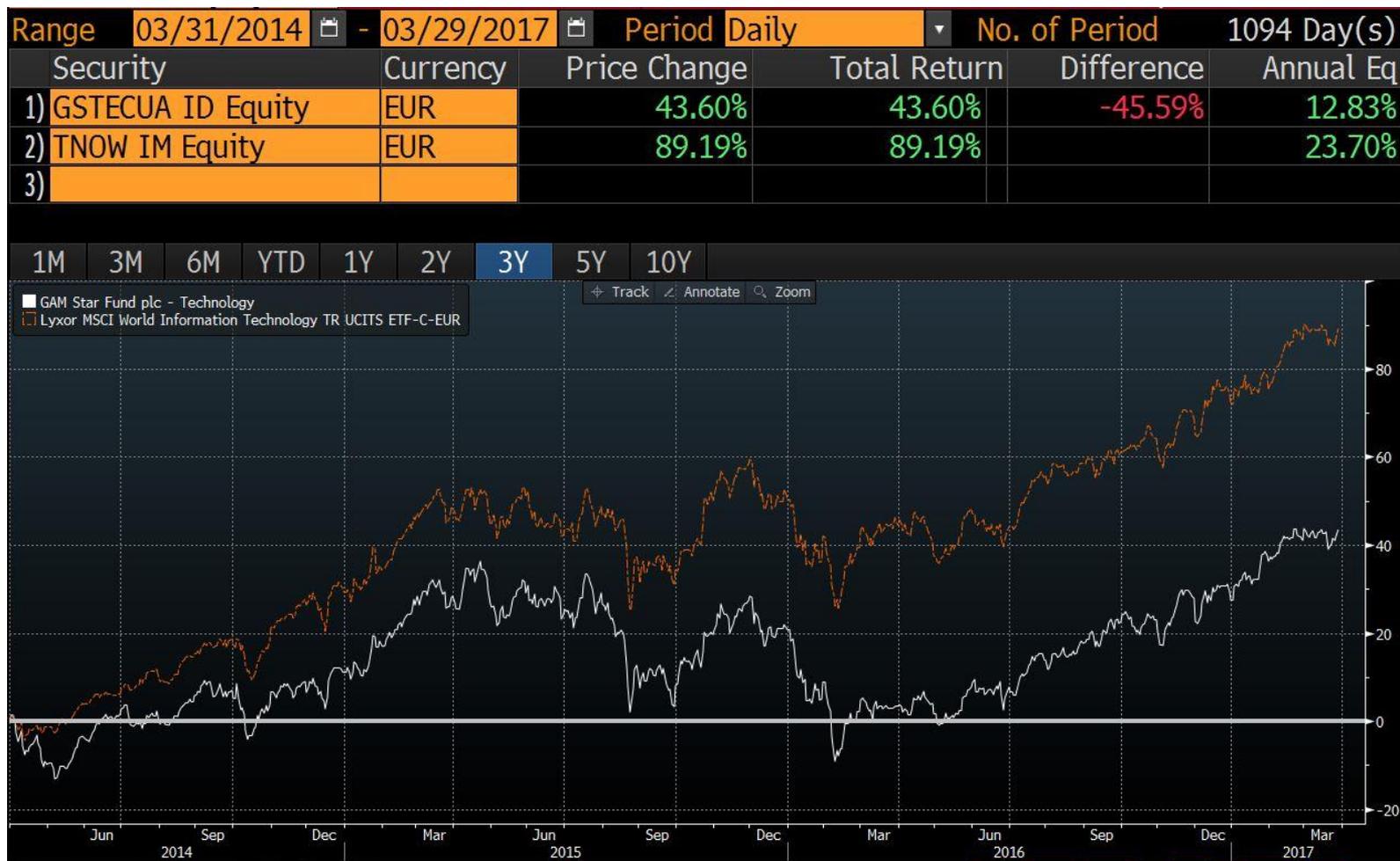
Un fondo davvero ottimo...



IE00B5THWW23 GAM Star Technology USD Class Accumulation (1,73%) (bianco)

LU0533033667 Lyxor MSCI World Information Technology TR (0,4%) (rosso)

...solo nel passato



IE00B5THWW23 GAM Star Technology USD Class Accumulation (1,73%) (rosso)

LU0533033667 Lyxor MSCI World Information Technology TR (0,4%) (bianco)

La scelta del cavallo sbagliato...



LU0444971666 Threadneedle Global Technology AU (2%) (rosso)

IE00B5THWW23 GAM Star Technology USD Class Accumulation (1,73%) (bianco)

L'universo dei fondi promossi: il caso degli azionari paesi emergenti

