

Rapporto

RISPARMIO GESTITO

Gli azionari e i bilanciati battono i Bot

Le performance corrette si vedono sul lungo periodo, dove queste tipologie e anche i flessibili superano di gran lunga quelle dei titoli di Stato. Spesso si bocciano prodotti che non hanno superato il benchmark, punto di riferimento standard, ma che in realtà hanno ottenuto ritorni extra alti

RENDIMENTO CUMULATO A FINE 2007

Rendimento cumulato a fine 2007 di un investimento iniziato al 31 dicembre dell'anno:

Tipologia prodotto	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Fondi Azionari	104,6%	89,5%	40,3%	-18,2%	-6,3%	12,6%	54,1%	39,9%	31,8%
Fondi Bilanciati	86,8%	70,1%	52,9%	-1,1%	0,2%	6,8%	20,8%	15,5%	11,0%
Fondi Flessibili	-	-	-	-13,2%	-5,4%	9,6%	26,5%	18,6%	14,1%
Fondi di liquidità	-	-	-	19,3%	15,8%	11,9%	9,0%	7,3%	6,0%
Fondi Obbligazionari	50,5%	37,0%	28,3%	20,9%	15,7%	11,9%	8,8%	6,9%	4,3%
Bot 12 mesi	35,9%	29,0%	24,1%	21,1%	17,7%	13,5%	10,7%	8,5%	6,6%

Rendimenti dei fondi: variazione indici Fideuram

Rendimento Bot 12 mesi: rendimento di un investimento in Bot annuali rinnovato al termine di ciascun anno;

rendimenti semplici calcolati al netto di imposte e commissioni massime di negozi. Elaborazioni numerarie per Affari e Finanza

RACCOLTA NETTA FONDI COMUNI

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Fondi Azionari	3.990	29.973	46.478	32.104	63.440	11.895	9.730	1.057	2.411	4.522	8.178	23.543
Fondi Bilanciati	2.668	6.331	23.385	15.777	26.878	14.881	12.347	5.581	2.899	1.075	1.312	7.379
Fondi Flessibili				2.743	5.532	828	2.352	2.849	1.128	5.846	20.943	9.913
Fondi di Liquidità				6.847	234	23.843	29.898	15.855	6.800	10.977	6.125	8.231
Fondi Obbligazionari	64.683	106.775	242.911	3.627	61.449	4.003	18.622	11.218	1.337	10.964	28.654	45.223
Totale Fondi	58.025	143.079	312.774	61.098	34.635	242	8.449	23.285	12.319	2.385	23.326	58.001

Importi in milioni di euro

Elaborazioni numerarie per Affari e Finanza

Roma
Tra i motivi che concorrono alla disaffezione da fondi comuni e gestioni patrimoniali il loro rosso del 2007 supera i 30 miliardi di euro - ci sono sicuramente le modalità di valutazione dell'investimento e dei risultati conseguiti. Il primo elemento critico è legato all'orizzonte temporale. Tutti concordano nel definire i fondi, un po' meno le gestioni patrimoniali, investimenti di medio/lungo periodo e sarebbe meglio ancora se si parlasse di lungo, se non lunghissimo periodo.

Peccato però che la valutazione della performance conseguita dall'investitore sia, invece, effettuata guardando al breve periodo. La pubblicazione del valore quota dei fondi spinge a misurazioni con frequenza anche giornaliera; per le gestioni patrimoniali la rendicontazione è ora passata da trimestrale a semestrale, con la possibilità di allungarla a 12 mesi. L'effetto è, dunque, quello di verificare un investimento di lungo termine con la lente di ingrandimento del singolo anno, perdendo di vista il quadro complessivo: è come se si giudicasse un film sulla base di singoli fotogrammi, anziché lasciar scorrere la pellicola fino al termine. Così il risparmiatore, già di suo poco propenso al rischio, finisce per reagire in maniera emotiva ad ogni

risultato negativo, cambiando investimenti o prodotto, dimentico, magari, che nei due anni precedenti aveva incrementato il suo capitale.

L'altro aspetto spinoso è ciò che si misura. Per qualsiasi forma di investimento l'analisi del rendimento andrebbe sviluppata su due distinti piani di valutazione.

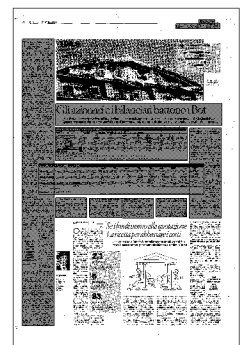
In primo luogo andrebbe verificato se l'investimento prescelto ha conseguito, nel lasso di tempo necessario, l'obiettivo di rendimento del cliente o, più genericamente, quello che gli studiosi definiscono *l'excess return*, un extra rendimento rispetto a un investimento a basso rischio, nel nostro paese tipicamente la sottoscrizione di Bot. Il secondo passaggio riguarda la valutazione dello strumento prescelto o l'efficienza del gestore, capire se con la sua attività ha aggiunto valore: il raffronto viene di solito fatto con uno o più indici di mercato, il *benchmark*, e dovrebbe considerare sia il differenziale di rendi-

mento conseguito, l'*active return*, sia il livello di rischio che il gestore ha assunto per ottenere la sua performance, un'analisi che serve anche a verificare se il maggior costo di una gestione attiva è giustificato dai risultati ottenuti.

Cosa accade nella pratica? Del primo tipo di analisi non vi è traccia, l'attenzione è tutta concentrata sulla valutazione del gestore. La normativa impone a fondi comuni e gestioni patrimoniali di confrontare la performance realizzata con

la variazione di un parametro oggettivo di riferimento, il *benchmark*. Nessun obbligo poi di rendicontazione o valutazione per l'attività di consulenza: chi consiglia al cliente il fondo, l'obbligazione strutturata o l'*asset alloca-*

Si guarda troppo al breve termine perdendo di vista il quadro complessivo



tion non risponde della bontà delle sue indicazioni.

Il paradosso è che un prodotto "bocciato" perché non riesce a battere il suo *benchmark*, è forse stato in grado di generare, in un arco temporale sufficientemente ampio, un più apprezzabile ed utile extra rendimento. Una verifica sul campo? La tabella 1 mette a confronto le performance dei fondi con il rendimento di un investimento in Bot. Il calcolo è stato effettuato adoperando gli indici dei fondi comuni elaborati da Fideuram, indici ponderati per le dimensioni dei fondi e quindi rappresentativi del rendimento medio ottenuto dai sottoscrittori, ma che non considerano, tuttavia, eventuali commissioni di sottoscrizione. È stato calcolato il rendimento complessivo ottenuto a fine 2007 da un investitore che avesse investito al termine di ciascuno degli anni compresi tra 1996 e il 2004, ossia per un periodo di tempo che va dagli 11 ai 3 anni. Così, ad esempio, il sottoscrittore di fondi azionari che ha investito nel dicembre del 1996 ha realizzato un rendimento percentuale del 104,6 mentre chi si è fatto sedurre dalle sirene del boom di borsa del 1999 è in perdita di oltre il 18%.

Questi risultati sono stati posti a confronto con un investimento privo di rischio per antonomasia, l'acquisto di Bot annuali, rinnovati di anno in anno, pagando tasse e commissioni nella massima misura consentita, lo 0,30%. Come si può rilevare, pur con i limiti e i vincoli dell'analisi proposta, l'investimento in fondi azionari, bilanciati e flessibili sembra fornire un extra rendimento rispetto ai Bot. L'eccezione è rappresentata da chi ha sottoscritto i fondi nella fase di picco dei mercati azionari (1999-2001) ed è ancora in perdita, il che insegna che, quando ci sono di mezzo le azioni, neanche un periodo di sette o otto anni garantisce rendimenti assoluti positivi o un extra-rendimento. Ben diverso il discorso per fondi di liquidità e prodotti obbligazionari che sono stati in grado di fornire un *excess return* positivo solo a chi la ha sottoscritti nel periodo 1996-1998; a partire dal 1999 il rendimento cumulato offerto è sempre inferiore a quello offerto da un investimento in Bot,

risultati che ben spiegano il massiccio deflusso da questa tipologia di prodotti, con riscatti per oltre 73 miliardi di euro negli ultimi due anni. E il rispuntare dei *Bot People*.

Ad essere poco efficienti sono i fondi obbligazionari, dunque.

Colpa del prodotto o del gestore? In parte sono colpevoli anche i mercati dei bond, caratterizzati in questi anni da bassi tassi e da una progressiva e marcata riduzione del differenziale di rendimento tra i titoli a lunga e a breve termine. E certamente, in tale contesto, il peso delle commissioni di gestione e di incentivo e degli oneri per la banca depositaria, pari mediamente all'1,14%, rappresenta una zavorra che anche il gestore più bravo difficilmente riesce a recuperare. Ma c'è anche qualcosa di intrinseco nel prodotto, di tipo "aperto" e

valorizzato ai prezzi di mercato, e nella sua tassazione che rende difficile la competizione con un investimento "fai da te", nel quale l'acquirente, in presenza di oscillazioni dei prezzi dei titoli, può sempre far conto sulla restituzione a scadenza del capitale nominale.

(m.man.)

