

# I fondi di investimento

## Che cos'è un fondo

I fondi comuni sono come "salvadanai collettivi" nei quali confluiscono i capitali, più o meno consistenti, di una moltitudine di investitori, mediante la **sottoscrizione** del fondo stesso. Il fondo investe il denaro raccolto presso i sottoscrittori in valori mobiliari che costituiscono il patrimonio indiviso del fondo, di cui ogni risparmiatore detiene un certo numero di quote. La gestione del patrimonio è affidata ad una società di gestione con personalità giuridica e capitale distinti da quelli del fondo.

I fondi investono in diverse tipologie di titoli (obbligazioni, azioni, italiani o esteri) e sono distinti in base al tipo di investimento (fondi monetari, obbligazionari, bilanciati ed azionari) e a seconda del mercato in cui investono. Per il risparmiatore la scelta di una data tipologia di fondo sarà influenzata da due fattori chiave: il profilo rischio/rendimento e l'orizzonte temporale del suo investimento.

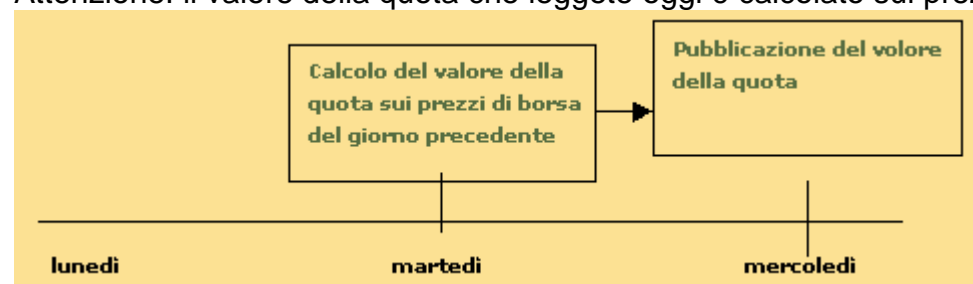
Indipendentemente dalla tipologia di fondo tutti i partecipanti hanno gli stessi diritti: i loro guadagni - o le loro perdite, dal momento che il fondo non garantisce un rendimento certo - saranno in proporzione a quanto investito, o meglio, in proporzione al numero di quote in loro possesso. La quota è la frazione di patrimonio unitaria del fondo di investimento, ed ha un valore che cambia nel tempo, in relazione all'andamento dei mercati e dei titoli nei quali il fondo investe. La variazione del valore della quota in un determinato periodo si definisce **performance**.

Il valore della quota è pari al valore complessivo netto del fondo (decurtate le commissioni di gestione e la tassazione) diviso il numero di quote in circolazione.

Il valore quota varia in funzione del variare delle quotazioni dei titoli e dell'andamento delle valute nei quali il patrimonio è investito e viene calcolato giornalmente dalla Società di Gestione o dalla Sicav.

Sul sito Sanpaolo IMI troverai il valore giornaliero delle quote di tutti i fondi di diritto italiano ed esteri autorizzati, insieme ai principali indicatori (performance, volatilità, sharpe ratio...) fondamentali nella scelta e del monitoraggio del proprio investimento.

Attenzione! il valore della quota che leggete oggi è calcolato sui prezzi della borsa di due giorni fa



## Esistono due modalità di distribuzione dei profitti:

- le plusvalenze realizzate dal fondo in un arco temporale predefinito possono essere accreditate - in parte o interamente - sul conto corrente del risparmiatore. E' questo il caso dei **fondi a distribuzione dei proventi** che, periodicamente (di solito semestralmente o annualmente) "staccano una cedola" a favore dei sottoscrittori.
- la maggior parte dei fondi, però, funziona **ad accumulazione dei proventi**: tutti i guadagni

rimangono all'interno del fondo e il sottoscrittore li realizza (cioè li trasforma in denaro contante) al momento della vendita delle quote

## Quali sono i documenti che illustrano le caratteristiche del fondo?

**Il prospetto informativo** è il documento che la Società di Gestione deve obbligatoriamente redigere e consegnare a chi intende sottoscrivere un fondo. Il prospetto informativo contiene tutte le informazioni sull'investimento nel fondo, ed è quindi estremamente importante per l'investitore conoscerne il contenuto. Fra l'altro, l'uniformità di struttura che la Consob prevede per la redazione di questa modulistica da parte delle Società di Gestione, rende agevole il confronto fra i diversi prodotti presenti sul mercato.

Il prospetto si compone di varie parti:

- la **Parte Prima** fornisce sintetiche informazioni sulla natura giuridica del fondo e sulle funzioni della banca depositaria e dei soggetti collocatori, i dati relativi alle caratteristiche del fondo e alle **modalità di partecipazione**. Vengono descritti, ad esempio, la politica di investimento, il benchmark, le modalità di sottoscrizione e rimborso, gli oneri che il sottoscrittore direttamente ed indirettamente deve sostenere, le eventuali agevolazioni, i servizi offerti, l'informativa sul regime fiscale;
- la **Parte seconda** presenta in forma grafica e tabellare il confronto tra i rendimenti del fondo e del benchmark su diversi periodi;
- il **Regolamento** fondamentalmente non introduce elementi nuovi ma riporta in modo più dettagliato le informazioni contenute nella Parte Prima;
- il **Documento** contiene i soggetti che partecipano all'operazione.

Il sottoscrittore può anche richiedere un prospetto riassuntivo delle operazioni da lui effettuate: in questo caso la periodicità deve essere almeno semestrale.

## Come si sottoscrive

Il fondo è uno strumento di investimento che si adatta con facilità alle esigenze specifiche dei diversi risparmiatori. Sono previste diverse modalità di sottoscrizione: versamento in unica soluzione per chi vuole investire tutto e subito, e piani di accumulo per chi vuole investire poco e gradualmente.

- **Con il versamento in un'unica soluzione**, chi sottoscrive un fondo versa un unico ammontare (che non può essere inferiore al minimo richiesto dal regolamento, in genere pari a circa 1 milione di lire). Per i fondi che prevedono il pagamento della commissione di ingresso (fondi load), dal versamento effettuato viene detratta la relativa commissione generalmente variabile in funzione dell'importo versato.
- **Con il Piano di Accumulo (PAC)** il sottoscrittore entra nel fondo con un capitale iniziale anche molto basso (in genere a partire da 100.000 lire) e incrementa i suoi investimenti con versamenti periodici (generalmente addebitati automaticamente sul conto corrente) effettuati per un periodo variabile tra i 5 e i 10 anni. Il piano di accumulo permette quindi al risparmiatore di:
  1. pianificare gli investimenti in relazione alle proprie possibilità finanziarie ed ai propri obiettivi di lungo periodo

2. costituire un capitale gradualmente nel tempo. È una modalità di acquisto particolarmente indicata per la clientela giovane che non dispone di grandi somme da investire;
3. impiegare immediatamente la liquidità disponibile non destinata al consumo immediato;
4. ridurre i rischi legati alla scelta del momento dell'investimento. Ci si espone gradualmente alla variabilità di breve periodo tipica del comparto azionario: un conto è investire 100 milioni di lire tutti in una volta in un momento in cui le azioni sono sopravvalutate e un conto è fare 10 investimenti mensili da 10 milioni l'uno. In questa seconda ipotesi è improbabile che tutti i mesi l'investimento cada in un giorno di prezzi in rialzo. Questa caratteristica è particolarmente apprezzata dai clienti con bassa propensione al rischio.

## Come si rimborsa

Il risparmiatore può richiedere in qualsiasi giorno lavorativo e d'apertura della Borsa italiana il rimborso totale o parziale delle quote in suo possesso. Il pagamento viene effettuato entro un limite massimo di 15 giorni lavorativi; le Società di Gestione operano comunque spesso in tempi nettamente inferiori.

Un particolare sistema di disinvestimento è il **piano di rimborso programmato** che consente al sottoscrittore del fondo di richiedere, con una frequenza a scelta fra quelle indicate nel Regolamento (mensile, trimestrale, ecc.), il rimborso periodico delle quote in suo possesso. In alcuni casi il risparmiatore può decidere se disinvestire un ammontare di capitale costante, un numero di quote fisso o ancora una frazione percentuale del controvalore delle quote detenute. In ogni momento il sottoscrittore può decidere di interrompere i rimborsi, o variarne la periodicità o l'entità.

## Lo Switch

Cosa succede se il cliente decide di passare da un fondo ad un altro della stessa Società di Gestione? Il passaggio da un fondo ad un altro della stessa Società - il cosiddetto **switch** - è in genere soggetto a facilitazioni per la clientela, spesso, infatti, sono previste commissioni inferiori (e in alcuni casi neanche quelle) rispetto ad una normale sottoscrizione, o rimborsi spese contenuti.

Le maggiori Società di Gestione tendono a raggruppare in famiglie i propri fondi che hanno caratteristiche analoghe e prevedono, all'interno di queste, la possibilità per il cliente di muoversi senza oneri aggiuntivi. Questo sistema rende agevole la modifica della struttura del proprio portafoglio; ciò nonostante, una volta definita correttamente l'asset allocation iniziale, è meglio evitare cambiamenti troppo frequenti nella struttura del portafoglio, dettati dall'emotività in una fase negativa di mercato o da tentativi di speculazione.

## Conto fondo

Il conto fondo consiste in un collegamento diretto tra conto corrente e fondo/i comuni d'investimento. Il cliente deve aprire un conto corrente, elemento indispensabile per dar vita al rapporto, e definire tre livelli di liquidità desiderata: massima, media e minima. Nel caso in cui il saldo del conto corrente sia inferiore alla giacenza minima o superiore alla giacenza massima, viene messo in funzione automaticamente il meccanismo di disinvestimento o investimento dal fondo collegato che ripristina il livello di giacenza media desiderata. L'obiettivo del servizio è di gestire al meglio la liquidità, evitando di lasciare sul conto corrente somme che potrebbero essere investite in modo più redditizio.

## Perché investire in fondi

**"Gestire il denaro richiede solitamente più abilità del guadagnarlo"**  
**ROY L. SMITH**

Due sono i più importanti vantaggi di cui beneficia chi sceglie di investire in fondi:

## 1. La competenza

I mercati finanziari sono sempre più complessi e correlati fra loro. In questo contesto di crescente globalizzazione, diventa sempre più difficile per il singolo risparmiatore valutare le diverse opportunità d'investimento ed effettuare le relative scelte. Occorrono infatti competenze, capacità di analisi, tempestività d'informazioni e di previsioni che ben difficilmente un investitore non professionista può avere.

Sottoscrivendo un fondo comune, il risparmiatore affida il proprio capitale a gestori che analizzano i diversi titoli e l'andamento dei mercati, che hanno accesso continuo alle informazioni e che tempestivamente possono modificare la composizione dei portafogli con operazioni di acquisto o vendita.

## 2. La diversificazione

"Non mettere tutte le uova in un solo paniere", recita un motto diffuso fra i professionisti della finanza, che trova ampia conferma nella statistica. La diversificazione degli investimenti (per tipologia di titoli, emittenti, Paesi, settori) è un indispensabile strumento di riduzione del rischio. Diversificare, però non è facile come sembra, perché richiede capitali ingenti. Investire in fondi consente di detenere un portafoglio composto da diversi titoli, senza dover impiegare delle cifre da capogiro.

E il portafoglio obbligazionario? Anche in questo caso vale il principio della diversificazione: possedere, a parità di capitale, titoli con scadenze diverse, emittenti diversi (ad esempio i Paesi Euro, invece della sola Italia), assicura maggiore stabilità al portafoglio.

**Esempio:** immaginiamo che un risparmiatore voglia costruirsi un portafoglio che replichi l'andamento Borsa Italiana e che per farlo decida di acquistare i 30 principali titoli che compongono l'indice MIB 30. Ma in quale quantità? Non certo acquistando di ciascuno il lotto minimo, con il quale non è possibile replicare esattamente le proporzioni fra i maggiori trenta titoli quotati. Per rappresentare la composizione del MIB 30, occorrerebbe dunque comprare i titoli rispettandone il peso nell'indice e, a tale scopo, sarebbe necessario impiegare cifre nell'ordine di miliardi di lire. Poi verrebbe il restante 98% delle Borse mondiali. Si calcola che per costruire un portafoglio globale che benefici dei reali vantaggi della diversificazione occorrerebbero circa 50 miliardi di lire. Al contrario, per comprare un fondo azionario internazionale bastano in genere 500 euro, pari a poco meno di un milione di lire

## Le cinque domande chiave prima di investire

Prima di investire in un fondo è bene conoscere le risposte a queste 5 domande:

1. COME INVESTE IL FONDO?
2. QUAL E' STATA LA PERFORMANCE DEL FONDO?
3. QUANTO E' RISCHIOSO IL FONDO?
4. CHI GESTISCE IL FONDO?
5. QUALI SONO I COSTI DEL FONDO?

### Come investe il fondo?

E' importante avere le idee chiare sulla tipologia del fondo, e sulla sua composizione, per crearsi delle aspettative realistiche su ciò che l'investimento potrà offrire nel tempo. Ad esempio, è improbabile che un fondo che investe in titoli del mercato monetario abbia un rendimento medio annuo del 10%, mentre non è irrealistico aspettarselo per un fondo azionario.

Inoltre un fondo azionario può investire in Italia, nei Paesi emergenti, in Europa o negli USA, in titoli di grandi aziende o in piccole imprese emergenti: tutto ciò ha degli effetti sui rendimenti e sulla

rischiosità ed è quindi determinante che il risparmiatore ne sia al corrente, in quanto si tratta di elementi che condizionano la sua esposizione al rischio e l'orizzonte temporale da dare all'investimento.

### **Qual è stata la performance del fondo?**

Certo i risultati del passato non garantiscono quelli futuri, ma la performance passata può essere un indicatore della bontà della gestione.

Attenzione però: contrariamente a quanto si potrebbe pensare, non è sempre vero che un fondo che ha avuto un rendimento medio annuo del 15% sia andato bene. Potrebbe aver avuto infatti un rendimento inferiore a quello del suo benchmark. In sintesi, la performance del fondo non ci dice da sola se questo è andato bene o meno; il rendimento del 15% potrebbe essere quello di un fondo che investe in azioni italiane: in assoluto è un buon risultato, ma lo si direbbe ancora buono, se nello stesso periodo l'indice Comit avesse registrato il +30%?

Per valutare correttamente la performance del fondo, bisogna quindi inserire il suo rendimento nel giusto contesto, ponendola a confronto con parametri di riferimento omogenei (il benchmark dichiarato nel prospetto informativo) ed alternativi (i rendimenti conseguiti, nello stesso periodo, dalla media della categoria di appartenenza del fondo o da altri fondi che presentano la stessa tipologia di investimento). Inoltre nel valutare la performance è fondamentale tenere conto del rischio dell'investimento.

### **Quanto è rischioso il fondo?**

In tutti gli investimenti è insito un certo livello di rischio, cui corrisponde un analogo livello di opportunità. Il rischio può esprimersi sotto forma di oscillazione del valore della quota (in termini tecnici parliamo di volatilità). Nel lungo periodo, storicamente, gli investimenti azionari hanno dimostrato di offrire rendimenti superiori rispetto a quelli obbligazionari ma, nel breve periodo, il loro valore ha evidenziato una volatilità decisamente più elevata.

E' quindi importante che il prodotto scelto sia coerente con l'orizzonte temporale, tempo per cui si decide di mantenere l'investimento, e con la propensione al rischio dell'investitore, la sua attitudine ad assumere rischio.

Confrontando fondi che operano nello stesso mercato, qual è il prodotto migliore? In genere, è bene tenere presente che, a parità di rendimento, il fondo che presenta una volatilità maggiore si è assunto maggiori rischi nel periodo considerato; per l'altro verso, il gestore che, a parità di rischio assunto (volatilità), ha saputo ottenere un rendimento superiore, nel periodo in oggetto ha gestito meglio il fondo. Nel valutare un investimento è fondamentale considerare il rapporto rischio/rendimento.

### **Chi gestisce il fondo?**

Nel momento in cui si sceglie di entrare in un fondo, si dà in pratica mandato ad altre persone, pur entro certe limitazioni, ad investire il proprio risparmio. E' quindi importante che queste persone, i gestori, siano note ed affidabili e che abbiano già dimostrato, con i risultati ottenuti in passato, di saper curare bene gli interessi del cliente.

Nella scelta del fondo entrano pertanto in gioco anche la serietà e la competenza dell'azienda che propone il prodotto: è, infatti, questa che seleziona il proprio team di gestori, ed è quindi alla Società di Gestione, in ultima istanza, che il risparmiatore affida la sua fiducia.

### **Quali sono i costi del fondo?**

La gestione professionale del denaro richiede elevate competenze ed elevati investimenti tecnologici; di conseguenza esistono dei costi e dei servizi che vengono remunerati attraverso le commissioni. È meglio essere sempre ben informati su costi e commissioni connessi al fondo, che sono variabili in

funzione della tipologia di investimento (in genere la gestione di un fondo azionario è più costosa di quella di un prodotto obbligazionario) e dei servizi offerti (possibilità di spostamenti fra fondi - switch - gratuiti, automatismi di investimento/disinvestimento in particolari condizioni di mercato, ecc.).

## TIPOLOGIE DI FONDI

### **Fondi chiusi e fondi aperti**

Con la definizione di fondo comune di investimento si raggruppano realtà molto diverse tra di loro, per caratteristiche, forme tecniche e tipi di investimento.

Una prima grande distinzione può riferirsi alla struttura organizzativa:

- **Fondi chiusi.** Sono caratterizzati da un numero di quote predeterminato ed invariabile nel tempo. L'ammontare minimo di ogni singola quota è di almeno 100 milioni di lire. Il capitale conferito può essere riscattato soltanto al termine della vita del fondo, che solitamente è di 10 anni. Per tali motivi è un prodotto concepito per investitori sofisticati.
- **Fondi aperti.** Sono caratterizzati dalla variabilità del patrimonio - che può quindi di giorno in giorno aumentare o diminuire in funzione delle nuove sottoscrizioni o delle domande di rimborso delle quote in circolazione e rappresentano la forma più diffusa di fondo.

I fondi aperti vengono suddivisi, da un punto di vista giuridico, in tre grandi aree:

- **Fondi comuni e Sicav italiani e fondi lussemburghesi storici.** I primi sono creati da Società di Gestione con sede legale in Italia, i secondi sono creati da Società con sede in Lussemburgo e vengono definiti storici in quanto prima del 1983, data in cui è nata in Italia la legge istitutiva dei fondi, potevano essere sottoscritti unicamente i fondi di società con sede in Lussemburgo e autorizzati in Italia. Sostanzialmente sono uguali ai fondi di diritto italiano anche per quanto riguarda il trattamento fiscale.
- **Fondi comuni e Sicav esteri autorizzati:** parificati dal 1996 ai fondi italiani, possono essere liberamente acquistati in Italia. Rispetto ai fondi di cui al punto precedente, è differente il trattamento fiscale. Nel primo caso la ritenuta del 12,50% è applicata secondo il principio della maturazione: sul risultato della gestione - somma dell'incremento del valore dei titoli in portafoglio, delle cedole lorde maturate e dei dividendi pagati al netto delle minusvalenze - la ritenuta viene applicata giornalmente; nel secondo caso, vale invece il principio per cassa: la ritenuta è applicata solo nel momento del riscatto della quota con applicazione dell'equalizzatore.

*I fondi comuni d'investimento e le Sicav - società di investimento a capitale variabile - sono identici riguardo agli aspetti di gestione finanziaria. La principale differenza è di natura giuridica: con l'investimento in un fondo comune si conferisce ad una società la delega a gestire un capitale (quello versato da tutti i sottoscrittori) separato da quello della società di gestione. Con l'investimento in una Sicav invece si diventa veri e propri azionisti, con tutti i diritti e gli obblighi del caso: si acquistano direttamente le azioni di una società, la Sicav appunto, che ha come unico fine quello di gestire attraverso strumenti mobiliari il proprio capitale sociale (formato dai conferimenti dei diversi investitori).*

- **Fondi comuni esteri non conformi alle direttive dell'UE:** tali fondi non possono essere proposti al risparmiatore italiano, perché non conformi alle direttive comunitarie e per tale motivo non autorizzati al collocamento diretto delle quote verso il pubblico. Possono però essere acquistati direttamente all'estero. Va tenuto presente che questa scelta risulta piuttosto penalizzante dal

punto di vista fiscale: il guadagno dell'investimento va indicato nella dichiarazione dei redditi e costituisce parte del reddito imponibile. L'aliquota applicata al capital gain è perciò, per la maggior parte dei soggetti, superiore al 12,5% applicata nell'investimento in fondi autorizzati.

## GPF

La gamma delle possibilità di investimento in fondi è ampia e strutturata e il risparmiatore si trova spesso in difficoltà nel decidere verso quali fondi, e in che proporzione, orientare il proprio capitale. Le banche e le SIM dal 1997 hanno cercato di offrire ai risparmiatori una possibile risposta con le cosiddette **GPF**, cioè le Gestioni Patrimoniali in Fondi. In pratica, al gestore della GPF viene affidato il compito di ripartire il portafoglio tra diversi fondi comuni e Sicav sulla base degli orientamenti espressi dal cliente, in particolare in merito al livello di rischio accettato ed alla durata presunta dell'investimento.

Sono consigliate a chi:

- **cerca una gestione professionale del proprio denaro:** è il gestore che si occupa di seguire l'andamento dei mercati e di modificare di conseguenza la struttura del portafoglio del cliente nel rispetto delle sue indicazioni.
- **ha un patrimonio iniziale abbastanza consistente:** per consentire un'adeguata diversificazione sui diversi prodotti è richiesto un patrimonio minimo, di norma, ampiamente superiore a quello previsto per la sottoscrizione dei singoli fondi/Sicav (in genere superiore ai 50 milioni di lire).

## Hedge funds

Gli Hedge Funds sono prodotti simili nella struttura ai fondi comuni di investimento; rispetto a questi ultimi, si differenziano per la strategia di gestione adottata e per il numero di strumenti e tecniche a disposizione dei gestori.

Quello che viene considerato il primo Hedge Fund nacque nel 1949 negli Stati Uniti ad opera di Alfred Winslow Jones; elementi caratterizzanti il prodotto erano l'utilizzo della leva finanziaria, la copertura del rischio ed una struttura di commissioni di incentivo. Oggi le forme degli Hedge Funds sono svariate, tant'è vero che, nonostante il loro nome abbia il significato di "fondi coperti", raramente l'elemento copertura è previsto - al contrario, si tratta di fondi tra i più rischiosi.

In generale si distinguono sulla base dei seguenti elementi:

### Strategie di investimento

- **Tecniche di copertura** Possono investire in prodotti derivati anche al fine di cautelarsi contro una discesa dei mercati.
- **Leva finanziaria** Il controvalore degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio può essere superiore al patrimonio effettivamente disponibile, utilizzando l'indebitamento. Occorre rilevare che, se da un lato ciò consente di poter ottenere ritorni amplificati da un investimento "riuscito", dall'altro espone a rischi di perdita elevati.
- **Arbitraggio** Compravendita simultanea di titoli collegati per trarre vantaggio da una discrepanza di prezzi.
- **Vendite allo scoperto** Operazioni effettuate con titoli non posseduti, finalizzate a conseguire profitti

o a coprirsi contro i ribassi del mercato.

## Obiettivi e remunerazione del gestore

- **Rendimento assoluto** Il gestore non si confronta con un benchmark bensì tende a realizzare il miglior rendimento possibile, perseguendo quindi l'obiettivo di una performance definita "assoluta".
- **Commissione di incentivo** (di norma si aggira intorno al 20% dell'utile annuo). Si aggiunge alla commissione di gestione espressa in percentuale sull'attivo del fondo e rappresenta la remunerazione del gestore.

## Struttura

- **Personalità giuridica** Gli Hedge Funds sui mercati internazionali assumono in linea di massima la struttura di fondi di investimento privati, nella forma, a seconda della sede legale, di partnership a responsabilità limitata (tipica dei fondi USA), società per azioni, fiduciaria, fondo comune. La caratterizzazione di fondo privato consente allo strumento di essere esentato da diverse forme di controllo da parte di autorità esterne; per la stessa ragione, però, esistono delle limitazioni al numero ed al tipo degli investitori consentiti.
- **Limitazione all'ingresso** La partecipazione al fondo è in genere riservata ad istituti o ad investitori con disponibilità patrimoniali consistenti.
- **Limitazione all'uscita** La particolarità delle tecniche di gestione utilizzate determina la necessità di mantenere stabile il patrimonio impiegato; spesso quindi gli Hedge Funds prevedono dei periodi di immobilizzo pari anche ad un anno e oltre. In aggiunta a questo occorre precisare che molti Hedge Fund forniscono una valorizzazione solo a livello mensile.

In merito allo specifico caso del nostro Paese, solo di recente è stata approvata dalla Banca d' Italia una regolamentazione sugli Hedge Funds. Tra gli elementi caratterizzanti, vi è il numero chiuso dei partecipanti (massimo 100), l' investimento minimo elevato (1 milione di Euro) ed il divieto alla sollecitazione all' investimento.

## Fondi etici

I fondi etici hanno fatto la loro comparsa sul mercato italiano in tempi relativamente recenti, dopo essersi affermati nei Paesi stranieri ed in particolare in quelli dell' area anglosassone.

Essi si pongono la finalità di soddisfare le esigenze di quei risparmiatori - sempre più numerosi - che desiderano ottenere un adeguato ritorno dal proprio investimento ma, al tempo stesso, ritengono molto importante che ciò avvenga nel rispetto di determinati valori etici.

## I criteri "etici"

Ma in che cosa i fondi etici si distinguono dai normali prodotti di investimento? La caratterizzazione etica di solito si compone di due elementi (il secondo dei quali presente solo nei prodotti più avanzati):



- Devoluzione di una parte dei proventi del fondo, o dei ricavi della Società di Gestione, per scopi benefici ad organizzazioni riconosciute a livello nazionale ed internazionale.
- Adozione di una politica di investimento per cui la selezione dei titoli e dei mercati avviene in base a criteri positivi (che devono essere rispettati) o negativi (che portano ad escludere l'azienda/Paese).

#### **Esempio:**

Nella composizione del portafoglio potrebbero essere privilegiati i titoli di Stati che si impegnano a dirimere situazioni di conflitto o intervengono a sostegno di Paesi in via di sviluppo, o di Società sensibili alla tutela dell'ambiente e al miglioramento della qualità della vita.

Per contro, sulla base dei criteri negativi sarebbero esclusi investimenti in titoli di Stati a regime oppressivo o coinvolti in azioni militari, o di Società operanti nel campo delle armi, del tabacco, degli alcolici.

## **Index funds e ETF**

Gli index funds, i fondi indice o indicizzati, hanno come obiettivo quello di replicare l'andamento di un certo portafoglio di riferimento, senza alcuna pretesa di offrire rendimenti superiori.

Il vantaggio principale che offrono è il contenimento dei costi, che possono essere anche 5 volte inferiori a quelli legati alla detenzione dei fondi attivi. Tale differenziale è dovuto ai minori costi di gestione.

Inoltre la volatilità del rendimento del fondo dipende dalla volatilità del rendimento del portafoglio di riferimento, mentre nel caso di fondi attivi dipende anche dalle scelte di portafoglio del gestore.

I fondi indice sono particolarmente graditi agli investitori istituzionali, ad esempio i fondi pensione, che hanno prestabilito l'asset allocation ed intendono attuarla mediante l'acquisto di fondi indice, al fine di minimizzare i costi di transazione.

## **ETF Exchange Traded Funds (Fondi Indicizzati Quotati sul Mercato)**

Ci sono vari nomi per questo prodotto finanziario, noto in generale come ETF. In Italia sono noti come azioni indicizzate; negli Stati Uniti i vari tipi sono noti come Spiders (SPDR, Standard&Poors' Depositary Receipt), Opals (Optimized portfolios as listed securities), Leaders (LDRS, listed diversified return securities), Webs (World equity benchmark shares).

Dal punto di vista finanziario possono essere interpretati in due modi, o come titoli azionari o come fondi comuni, a seconda che se ne vogliano enfatizzare le caratteristiche di titolo finanziario acquistato dall'investitore o di prodotto venduto. Nell'interpretazione di titoli azionari, si tratta di azioni perfettamente agganciate all'andamento di un indice di mercato, ad esempio lo S&P500. Nella interpretazione di fondo comune, si tratta di index fund.

La storia degli ETF risale alla metà degli anni ottanta, quando il mercato americano AMEX (American Stock Exchange) stava cercando di sopravvivere ad un ambiente competitivo a causa della presenza di mercati come il Nyse e il Nasdaq. Per una Borsa il modo migliore per sopravvivere è quello di aumentare il numero dei titoli trattati cosicché si pensò di creare un titolo perfettamente indicizzato ad un indice, che dal punto di vista sostanziale significa quotare sul mercato fondi comuni indicizzati. L'inizio fu contrastato e incontrò poco seguito da parte dei risparmiatori. In seguito la situazione è cambiata e il prodotto sta diventando sempre più popolare, anche a causa di un mutato atteggiamento degli investitori verso la gestione passiva della ricchezza. Secondo stime presentate all'inizio del 2000 gli ETF hanno attratto negli Stati Uniti circa 40 miliardi di dollari e circa 50 miliardi di dollari nel mondo.

I vantaggi per gli investitori sono:

- **costi minori** rispetto ai fondi indicizzati. In media un ETF costa lo 0,12% all'anno mentre un fondo indicizzato costa lo 0,18%. Occorre inoltre tenere conto dei costi legati al differenziale fra prezzo bid e prezzo ask, che in media tendono ad essere bassi, circa 0,1%, ma che possono aumentare fortemente in mercati volatili come il Nasdaq o periodi molto volatili. Il vantaggio per l'investitore consiste nell'investire la propria ricchezza in un prodotto altamente diversificato e quindi meno volatile di un titolo specifico.
- **possibilità di essere venduti allo scoperto** o di essere acquistati mediante prestiti (margin trade) che li rendono strumenti ideali per investitori che vogliono scommettere sull'andamento al ribasso dei mercati senza poter o voler utilizzare i tipici strumenti derivati a causa delle loro difficoltà tecniche e la necessità di impiego di fondi come cauzione.

## Categorie

Assogestioni, l'associazione di categoria delle Società di Gestione, ha elaborato una specifica classificazione dei fondi che aiuta il risparmiatore a orientarsi nell'ampia offerta di prodotti sul mercato catalogandoli per classi omogenee, sulla base della composizione del portafoglio.

<b>Azionari</b>	Investono prevalentemente in azioni (almeno il 70% del capitale complessivo), e sono rivolti a chi ha un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. La rischiosità in genere aumenta all'aumentare della specializzazione. Si suddividono in 8 sottocategorie, distinte a seconda dei mercati in cui investono.	Italia	Le azioni di emittenti italiani rappresentano oltre il 70% del patrimonio
		Area euro	Le azioni di emittenti dell'area euro rappresentano oltre il 70% del patrimonio
		Europa	Le azioni di emittenti europei rappresentano oltre il 70% del patrimonio
		America	Le azioni di emittenti americani rappresentano oltre il 70% del patrimonio
		Pacifico	Le azioni di emittenti dell'Estremo Oriente rappresentano oltre il 70% del patrimonio
		Paesi emergenti	Le azioni di emittenti di Paesi considerati economicamente emergenti (es. Brasile) rappresentano oltre il 70% del patrimonio
		Internazionali	Non hanno alcun vincolo nella scelta del paese in cui investire
		Altre specializzazioni	Investono in specifici settori industriali (ad esempio quello tecnologico, quello dei servizi finanziari ecc.), in un singolo paese o senza vincoli geografici

<b>Bilanciati</b>	Investono in un mix di azioni, obbligazioni e titoli di Stato, senza vincoli geografici.		
<b>Obbligazionari</b>	Investono prevalentemente in titoli di Stato e obbligazioni e sono rivolti a chi ha un orizzonte temporale di medio periodo. Si differenziano tra di loro sulla base della valuta di denominazione, della specializzazione e della duration.	Misti	Le obbligazioni e titoli simili, in qualunque divisa, rappresentano almeno l'80% del patrimonio, e le azioni al massimo il 20%
		Area euro breve termine	Investono in titoli obbligazionari denominati in euro, con una duration inferiore ai due anni
		Area euro medio-lungo termine	Investono in titoli obbligazionari denominati in euro, con una duration superiore ai due anni
		Area europa	Investono in titoli obbligazionari denominati nelle valute dell'area europea, per un minimo del 90% del patrimonio
		Area dollaro	Investono in obbligazioni e titoli di Stato denominati in dollari, per un minimo del 90% del patrimonio
		Area yen	Investono in obbligazioni e titoli di Stato denominati in yen, per un minimo del 90% del patrimonio
		Paesi emergenti	Investono in obbligazioni e titoli di Stato emessi da Paesi considerati emergenti, per un minimo del 70% del patrimonio
		Internazionali	Investono in obbligazioni e titoli di Stato, senza alcun vincolo né valutario né temporale
		Altre specializzazioni	Investono in obbligazioni e Titoli di Stato, ma non rientrano in nessuna delle altre categorie
<b>Fondi di liquidità</b>	Investono in strumenti del mercato monetario a breve termine (BOT, pronti contro termine, titoli di Stato euro ecc.) dell'area euro, con una duration massima di 6 mesi. Sono rivolti a chi ha un orizzonte temporale di breve periodo; il loro rendimento atteso è simile a quello dei BOT, non elevato ma stabile.		
<b>Fondi flessibili</b>	Sono i fondi che investono senza restrizioni. Si possono trovare sia fondi molto speculativi sia molto prudenti. Sono ideali per chi preferisce affidare totalmente al gestore non solo la scelta dei titoli ma anche il loro peso relativo all'interno del portafoglio.		

## IL BENCHMARK

### Caratteristiche generali

Il **benchmark** è un indice, o un insieme di indici, che sintetizza l'andamento dei mercati in cui investe il fondo. Esso rappresenta un parametro con cui confrontare l'andamento del fondo comune e valutare il profilo di rischio.

A vantaggio dei risparmiatori, i fondi comuni di diritto italiano hanno ora l'obbligo di indicare il benchmark e di metterlo a confronto con l'andamento del fondo, su tutta la documentazione rivolta al pubblico (prospetto informativo, rendicontazione e pubblicità).

### Ma a cosa serve conoscere il benchmark di un fondo?

- **Il benchmark fornisce un'indicazione del profilo rischio/rendimento atteso dell'investimento.** Ad esempio, se il benchmark di un fondo è l'Indice BOT, ci si aspetterà un andamento poco variabile ma anche una remuneratività contenuta.
- **Il benchmark consente di valutare la qualità della gestione.** Fare un confronto fra l'andamento del fondo e del benchmark vuole dire paragonare i risultati ottenuti dal gestore con quelli conseguiti dal mercato di riferimento. Il migliore fondo sarà allora quello che si discosta di più in positivo dal benchmark di riferimento? Non necessariamente. Nella valutazione di un investimento occorre sempre tenere presente due elementi: performance e rischio. Inoltre nel confronto si deve tener presente che nel rendimento del benchmark non rientrano i costi che il cliente deve sostenere per il servizio reso dalla Società di Gestione e per l'imposizione fiscale.

### Requisiti del benchmark

Lo scopo dell'assegnazione di un benchmark a ciascun prodotto di risparmio gestito è quello di fornire al risparmiatore una chiara indicazione del profilo di rischio e rendimento dell'investimento che sta valutando. Secondo Assogestioni un buon benchmark deve essere trasparente, rappresentativo, replicabile.

- **La trasparenza** consiste nella chiarezza delle regole di calcolo utilizzate per la costruzione del benchmark. Questo significa che le formule matematiche usate dalla società di gestione devono essere semplici e comunicate in maniera chiara ai risparmiatori. Un benchmark trasparente, in linea di principio, può essere ricalcolato autonomamente dall'investitore.
- Il benchmark dovrebbe realmente **rappresentare** i mercati in cui investe il fondo comune. La composizione del benchmark sarà dunque coerente con quella del patrimonio del fondo, rispettando ad esempio il peso di ciascuna asset class.
- Il benchmark dovrebbe essere **replicabile**, ossia composto da attività finanziarie che il risparmiatore può acquistare direttamente sul mercato. Su questo aspetto esistono dei limiti pratici, legati alla dimensione minima del capitale che il risparmiatore dovrebbe possedere.

### Confronto fra benchmark e rendimento

Esistono degli elementi che penalizzano la performance del fondo comune e che al contrario non gravano sul parametro di riferimento.

-

Il **benchmark** non considera il costo di negoziazione per l'acquisto o la vendita dei titoli sul mercato, le spese di distribuzione dei prodotti e il costo di ricerca e analisi dei mercati. Il parametro rappresenta un portafoglio solo teorico, che non sostiene quindi tutti quei costi necessari alla reale realizzazione degli investimenti.

- I **fondi comuni** nella prassi, detengono spesso una parte del patrimonio in forma liquida per far fronte alle vive richieste di rimborso che giornalmente arrivano alla società di gestione. La liquidità ha un rendimento inferiore rispetto agli altri impieghi, perciò il fondo è svantaggiato rispetto al benchmark, che non ha la necessità di possedere una tale riserva.
- I **fondi comuni** di diritto italiano sono, ad esempio, gravati da un prelievo fiscale del 12,5% mentre il benchmark non è sottoposto ad alcuna tassazione.

Una riflessione particolare riguarda le gestioni patrimoniali mobiliari e in fondi (GPM e GPF). Nel caso in cui il titolare della gestione abbia effettuato dei prelievi o dei conferimenti di capitale, il rendimento del prodotto può essere anche significativamente diverso da quello del benchmark. Questo perché l'operazione costringe il gestore ad acquistare o vendere dei titoli (o quote di fondi per le GPF) in momenti che non sempre sono i più opportuni.

Il benchmark, al contrario, essendo un portafoglio solo ipotetico, non subisce l'effetto di queste operazioni. Per ovviare a questo inconveniente, il confronto va allora effettuato con la variazione del benchmark "composto" (nella rendicontazione vengono infatti indicati due benchmark: quello semplice e quello composto) che viene calcolato sulla base dei giorni di effettiva giacenza del capitale.

## Tipologie di benchmark

Esistono varie tipologie di benchmark.

Una prima distinzione è quella fra benchmark di mercato "puri" e "composti".

I parametri "**puri**" sono costruiti utilizzando un solo indice di mercato; essi sintetizzano quindi l'andamento di una particolare categoria di titoli.

**Esempio:** il Morgan Stanley Capital Index World (MSCI World) è composto da circa 1500 titoli azionari, quotati sulle 22 principali Borse mondiali (ad esclusione dei Paesi Emergenti) e sintetizza il mercato azionario internazionale. Da questo indice "globale" derivano molti altri indicatori azionari specializzati per area geografica (MSCI Europe, MSCI Emu, MSCI extra-Europe, MSCI North America, ...) o per settore economico (MSCI Health & Personal Care, MSCI Technology, MSCI Finance, ...).

Nel mercato azionario italiano, gli indici Comit Globale e Comit Performance Return (quest'ultimo differisce dal precedente perché tiene conto dei dividendi reinvestiti) sono dei noti parametri di mercato "puro".

Nel comparto obbligazionario un riferimento è invece costituito dagli indici JP Morgan. Anche in questo caso, da un parametro globale (JPMorgan World Government Bond Index, composto dai titoli governativi dei 13 Paesi a maggiore capitalizzazione) hanno origine altri indici specializzati per area geografica (JPMorgan Emu Government Bond Index, JPMorgan Usa e Canada Government Bond Index, JPMorgan Giappone Government Bond Index, ...) o per scadenza (JPMorgan Euro Cash Index 3 mesi, JPMorgan Emu Government Bond Index 1-3 anni, JPMorgan Emu Government Bond Index 3-5 anni, JPMorgan Emu Government Bond Index oltre 5 anni ecc.).

La seconda tipologia è quella degli indici "**composti**" che si ottengono da una combinazione di indici "puri"; sono adatti a rappresentare l'andamento di quei portafogli formati da varie asset class.

**Esempio:** immaginiamo che un fondo comune investa nelle seguenti asset class: 20% liquidità area Euro e 80% obbligazioni internazionali. Per coerenza, un benchmark rappresentativo per questo fondo dovrebbe avere la medesima struttura e quindi può essere utile ricorrere ad un indice "composto" così strutturato: 20% JPMorgan Euro Cash Index 3 mesi + 80% JPMorgan World Government Bond Index.

I benchmark fino ad ora presentati vengono solitamente definiti "di mercato" in quanto sono costruiti con degli indici che sintetizzano il valore dei titoli effettivamente presenti su un certo mercato.

Alcune Società di Gestione, anziché usare dei benchmark di mercato, fanno riferimento alla media dei rendimenti ottenuti dai fondi comuni che appartengono alla stessa categoria Assogestioni. Si parla, in tal caso, di benchmark "di categoria". L'utilità di questa tipologia di indici è che il risparmiatore ha una prima indicazione sulla performance ottenuta dal prodotto che ha scelto, rispetto agli altri simili presenti sul mercato. Questa informazione va tuttavia opportunamente interpretata: come tutte le sintesi di tipo numerico c'è il rischio di tralasciare informazioni e spiegazioni importanti. Ad esempio la classificazione Assogestioni non distingue i fondi in base allo stile di gestione ed è dunque normale che possano verificarsi delle differenze (sia positive che negative) fra il singolo prodotto e il valore medio della categoria di appartenenza.

## Commissioni

La gestione professionale del denaro comporta dei costi, che vengono dettagliati all'interno del prospetto informativo. Le spese che il cliente deve sostenere per il servizio si dividono in due categorie: quelle pagate direttamente dal cliente e quelle pagate indirettamente dal cliente e prelevate dal patrimonio del fondo.

### Commissioni pagate direttamente dal cliente

Nascono quando il risparmiatore effettua determinate operazioni; in particolare si dividono in:

- λ **commissioni di sottoscrizione:** (o *di ingresso*) hanno origine nel momento in cui il risparmiatore investe nel fondo ed effettua il versamento. Sono generalmente indicate in forma percentuale e la loro misura può variare in base alla dimensione del capitale investito (secondo un meccanismo a scaglioni) e alla tipologia del fondo;
- λ **commissioni di switch:** si pagano per il passaggio da un fondo a un altro della stessa Società di gestione. Spesso, però, è previsto un numero di operazioni di switch gratuite per anno: il risparmiatore pagherà quindi le commissioni solo per i passaggi in eccesso;
- λ **commissioni di uscita:** si pagano quando il risparmiatore chiede il rimborso delle sue quote. Sono di norma percentualmente decrescenti al crescere del tempo di permanenza nel fondo e di solito sono alternative a quelle di ingresso.

### Commissioni pagate indirettamente dal cliente

Si tratta di costi periodici connessi all'attività di gestione e che quindi gravano direttamente sul patrimonio del fondo. Occorre precisare che il valore quota dei fondi di diritto italiano e dei lussemburghesi storici ne tiene giornalmente conto ed è quindi già al netto di queste spese.

- λ **Commissioni di gestione:** sono espresse nella maggioranza dei casi su base percentuale

annua, sono generalmente più elevate per i prodotti di tipo azionario e per quelli che investono sui mercati esteri;

- λ **commissioni di performance** (o di incentivazione): si aggiungono, in alcuni casi, alle normali commissioni di gestione e sono legate alla performance del fondo: una sorta di premio che i sottoscrittori pagano al gestore in caso di rendimenti particolarmente brillanti. Di norma si applicano se i risultati conseguiti in un dato periodo sono superiori ad un certo indice di confronto che può ad esempio essere il benchmark.

## Tassazione

A partire da 1° luglio 1998 è entrato in vigore il nuovo regime fiscale sulle rendite finanziarie:

- per i fondi comuni di diritto italiano e lussemburghesi storici **sul risultato di gestione** (dato dalla somma dell'incremento di valore dei titoli in portafoglio con le cedole lorde maturate e con i dividendi pagati, al netto delle minusvalenze) **viene applicata giornalmente una ritenuta del 12,5%**.  
Peraltro, se il risultato di gestione è negativo, non solo il fondo non deve alcuna ritenuta, ma guadagna un credito da recuperare dalla tassazione sui guadagni successivi. È quindi vero che sono tassate anche le plusvalenze non ancora effettivamente realizzate ma, per altro verso, sono immediatamente deducibili le minusvalenze solamente latenti (tassazione secondo il principio "*della maturazione*"). Questo tipo di tassazione consente di compensare le minusvalenze con interessi, dividendi ed altri proventi - cosa non possibile con altre forme di investimento - e garantisce l'anonimato nei confronti del Fisco;
- per i fondi e le Sicav estere autorizzate al collocamento in Italia, invece, **la ritenuta del 12,5% viene applicata dalla banca italiana**, che funge da sostituto d'imposta, soltanto nel momento del riscatto delle quote: tassazione per cassa. Dal primo gennaio 2001 è prevista l'applicazione del cosiddetto **equalizzatore**: un coefficiente di rettifica per equiparare il trattamento dei titoli tassati per cassa con quello dei titoli tassati per maturazione e quindi, ad esempio, un fondo di diritto italiano e uno di diritto estero;
- **le GPF non sono colpite da doppia tassazione**, per questo i clienti che hanno sottoscritto una gestione patrimoniale in fondi, non vengono tassati sul risultato della gestione e sui fondi utilizzati. In particolare, se i fondi utilizzati sono di diritto italiano, il valore della quota è già al netto della tassazione e quindi il gestore non procede ad un'ulteriore ritenuta. Se invece i fondi sono di diritto estero, le quote sono al lordo e pertanto il gestore alla fine di ogni anno calcola il ricavo maturato che contribuirà a determinare il ricavo della gestione tassato al 12,50%.

## Sui fondi comuni viene applicata l'imposta di successione?

È consentita la possibilità di escludere dalla dichiarazione di successione la parte di patrimonio dei fondi investita in titoli non soggetti alla relativa imposta - titoli di Stato o emessi da enti sovranazionali, come la Birs, la Ceca ecc. Per calcolare la quota di patrimonio del fondo effettivamente investita in questi titoli al momento del decesso, gli eredi devono richiedere alla società di gestione un'apposita dichiarazione.

## La valutazione dei fondi

Molto spesso si è tentati di valutare le performance del sulla base del loro valore assoluto. Per una corretta valutazione è invece importante da una parte stabilire un termine di **confronto**, e dall'altra tenere conto anche della **rischiosità** del fondo stesso.

## Come si valuta la performance rispetto al benchmark

Nel valutare la performance è molto importante stabilire un termine di confronto. Comunemente il termine di confronto è definito benchmark, anche se secondo molti (si veda ad esempio Assogestioni, Benchmark e fondi comuni, 1999) il benchmark non dovrebbe essere usato per la misurazione della performance del fondo o per stabilire il rendimento atteso dalla detenzione del fondo, bensì per la comunicazione del rischio ai potenziali sottoscrittori. I motivi principali per questa distinzione sono riconducibili:

- **all'esistenza di elementi che penalizzano il rendimento del fondo ma non quello del benchmark;** le più importanti differenze fra rendimento del fondo e del benchmark sono la tassazione e i costi di gestione. La tassazione viene detratta dal valore della quota del fondo comune ma non dal valore del benchmark. Allo stesso modo i costi di gestione non hanno alcun effetto sul benchmark. Il confronto fra rendimento del fondo comune e del benchmark è quindi impari, perché condotto fra una grandezza al netto delle tasse e dei costi di gestione, il rendimento del fondo comune, e una al lordo, il rendimento del benchmark. Per valutare il fondo comune dovremmo quindi o calcolare il rendimento di un portafoglio di riferimento che tenga conto esplicitamente dei costi e della tassazione, o calcolare il rendimento lordo del fondo;
- **alla difficoltà nella misurazione dei rendimenti attesi;** l'elevata instabilità dei rendimenti delle attività finanziarie rende le medie storiche previsori molto approssimativi dei rendimenti futuri. Di conseguenza, il rendimento medio del benchmark, in un certo periodo storico, potrebbe essere un'approssimazione al rendimento atteso poco affidabile. Lo stesso discorso non vale in termini così forti per il rischio, che è più stabile nel corso del tempo e perciò misurabile con un maggior grado di precisione.

## L'importanza del rischio

Nel considerare un fondo, dobbiamo tenere conto del rendimento al netto della correzione relativa al rischio. Il modo più semplice di valutare il rischio è misurarlo con l'oscillazione della variazione percentuale del valore della quota del fondo nel corso del tempo (volatilità).

Nella valutazione della performance offerta dal gestore, dobbiamo considerare non solo il valore finale della quota al momento del disinvestimento, ma anche il suo andamento durante l'intero periodo di detenzione del fondo. Alcuni investitori possono preferire detenere quote di un fondo comune il cui valore cresca non troppo rapidamente, ma in maniera costante nel tempo, piuttosto che quote di un fondo comune che prometta di crescere velocemente ma in modo molto instabile.

Un abile gestore non è tanto quello che ha prodotto elevati rendimenti medi, ma quello che ha prodotto elevati rendimenti medi in relazione al rischio che è stato fatto correre al sottoscrittore.

Per misurare l'efficienza della gestione si utilizza l'indice di Sharpe, che è pari al rapporto tra l'extra-rendimento del fondo rispetto ad un'attività non rischiosa (es. BOT) e la sua volatilità. L'indice misura il rendimento prodotto, in eccesso al rendimento di un'attività priva di rischio, per unità di rischio connessa alla detenzione del fondo.

### Esempio:

immaginiamo che il valore dell'investimento nel fondo X, pari a 5 milioni al primo gennaio del 2000, sia di 7 milioni il primo gennaio del 2002, dopo avere oscillato, nel corso dei due anni, da un massimo di 7 milioni a un minimo di 1 milione. L'investimento nel fondo Y, anch'esso pari a 5 milioni ad inizio 2000, aumenta a 6 milioni e mezzo ad inizio 2002, con un minimo di 5,2 milioni e un massimo di 6,1 milioni nel corso del biennio. Nonostante il fondo X abbia reso più del fondo Y, pochi investitori preferirebbero acquistare il fondo X al posto del fondo Y, a causa delle forti oscillazioni nel valore della quota, che metterebbero a dura prova i loro nervi.

### Esempio:

se il fondo X ha prodotto un rendimento medio (in eccesso al tasso senza rischio) del 10% in un certo anno, nonostante una volatilità del 10%, mentre il fondo Y ha avuto un rendimento del 30% ma una volatilità del 60%, si conclude che X, il cui Sharpe ratio è 1, è meglio di Y che ha uno Sharpe ratio di 0,5. E' vero che Y ha offerto un rendimento medio superiore, ma è anche vero che per produrre tale rendimento ha costretto il detentore a sopportare una volatilità 6 volte superiore.



## Stili e strategie di gestione

Una distinzione fondamentale sulle modalità di gestione riguarda la differenza fra **gestione attiva** e **gestione passiva**, che aiuta a definire il comportamento del gestore del fondo.

### Gestione attiva

Chi effettua una gestione attiva, intende ottenere un rendimento superiore a quello del benchmark. Per fare ciò è possibile ad esempio acquistare i titoli che fanno parte del benchmark in proporzione diversa da quella in cui compaiono nel benchmark, privilegiando quelli che si pensa che saliranno di più nel futuro. Tuttavia, la presenza di un benchmark non è indispensabile per poter parlare di gestione attiva. Negli hedge fund, infatti, il gestore segue una politica estremamente attiva per produrre un elevato rendimento commisurato al rischio, senza confrontarsi con un benchmark.

### Gli strumenti della gestione attiva

La gestione attiva può essere condotta mediante due tipi di strategie:

- **il market timing**, con cui il gestore cerca di anticipare i cambiamenti e di modificare il peso del portafoglio complessivamente destinato ad un certo mercato, in modo da ridurlo prima della diminuzione dei prezzi ed aumentarlo prima della loro crescita. Il market timing dipende soprattutto da analisi di tipo macroeconomico, riguardanti l'andamento della produzione, dei tassi di interesse, dell'inflazione, del tasso di cambio;
- **lo stock picking**, con cui il gestore deve favorire alcuni titoli a discapito di altri, nell'ambito del peso complessivo del portafoglio destinato ad un certo mercato. Lo stock picking può essere effettuato attraverso vari modelli di analisi tecnica ed analisi fondamentale sui singoli titoli.

### Gestione passiva

La gestione passiva è effettuata da chi intende mantenere il valore del portafoglio in linea con il valore di un portafoglio di riferimento.

Il parametro che viene utilizzato per valutare se la gestione è davvero passiva è il tracking error, definito come la variabilità dello scostamento del differenziale fra il rendimento del portafoglio gestito e il rendimento del portafoglio di riferimento. In una gestione perfettamente passiva il tracking error è nullo.

Realisticamente, in molti casi la gestione non può essere totalmente passiva. Ad esempio, i fondi comuni di investimento sono soggetti a continui flussi di nuove sottoscrizioni e a richieste di rimborso, che creano fonti ed esigenze temporanee di liquidità (assieme a fenomeni come la riscossione di dividendi e cedole) e che impediscono la replica perfetta del portafoglio di riferimento.

### Gli strumenti della gestione passiva

Ci sono due possibilità di effettuare la gestione passiva:

- la prima è quella di **acquistare tutti i titoli facenti parte del portafoglio di riferimento**, nelle stesse proporzioni in cui questi compaiono nel portafoglio. In questo modo si è certi di replicare l'andamento del portafoglio di riferimento, semplicemente mantenendo le unità di titoli acquistati (e gestendo in modo appropriato i pagamenti di dividendi e cedole e i cambiamenti nella struttura del portafoglio di riferimento). Tale possibilità è realistica nel caso di gestione di portafogli di elevato ammontare e di portafogli di riferimento composti da un numero limitato di titoli (con questa tecnica è più facile replicare l'indice MIB30, composto da 30 titoli, che l'indice MIB che comprende varie decine di titoli). Inoltre è necessario che nessun titolo pesi nell'indice di riferimento per più del 10%, soglia al di sopra della quale i fondi comuni di investimento non

possono salire per l'acquisto di un qualsiasi titolo;

- la seconda è quella di **ottimizzare il portafoglio** mediante vari modelli quantitativi, per cercare di replicare l'andamento del portafoglio di riferimento mediante un sottoinsieme dei titoli.

## Chi gestisce i fondi

Le **Società di Gestione del Risparmio**, o **SGR**, sono i soggetti autorizzati ad effettuare gestione collettiva del risparmio sul mercato italiano (fondi comuni), ma anche attività di gestione su base individuale e gestione di fondi pensione aperti. Le SGR sono costituite su iniziativa di banche, compagnie di assicurazione o società finanziarie. L'autorizzazione per poter operare viene concessa dalla Banca d'Italia, sentita la Consob. Le condizioni richieste per il rilascio dell'autorizzazione sono le seguenti:

- la società deve avere la forma di S.p.A., contenere nella denominazione sociale "società di gestione del risparmio (SGR)" ed avere sede legale e direzione nello Stato italiano;
- il capitale sociale, interamente versato, deve ammontare a un minimo di un milione di euro;
- i partecipanti al capitale e coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nella società, devono possedere determinati requisiti di professionalità e onorabilità, fissati dal Ministero del Tesoro;
- la società è tenuta a predisporre un programma sull'attività iniziale, gli obiettivi e le strategie, oltre ad una relazione sulla struttura tecnica e organizzativa; è inoltre necessario comunicare alla Banca d'Italia una serie di dati e informazioni sul gruppo di appartenenza.

Queste regole rigide hanno lo scopo di tutelare al meglio il risparmiatore, effettuando una prima selezione di aspiranti Società di Gestione; ma la tutela del risparmiatore - sulla quale vigilano, con competenze differenti, Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, Banca d'Italia e Consob - non si ferma a questo.

I responsabili delle Società di Gestione hanno, infatti, obblighi di correttezza ben precisi, che garantiscono un rapporto trasparente con la clientela, devono fornire costantemente ai clienti tutte le informazioni previste, dotarsi delle risorse necessarie ad effettuare un adeguato controllo interno e rispettare precisi e dettagliati vincoli operativi imposti dalla Banca d'Italia.

## Ma cosa fa concretamente una Società di Gestione?

Rispetto alla gestione del risparmio "fai-da-te", le SGR in più garantiscono una costante attenzione agli investimenti effettuati, per seguirne lo sviluppo e adeguarli alle prospettive dei mercati, con il supporto di strutture adeguate e di personale competente. L'obiettivo della Società di Gestione è quello di costruire un portafoglio caratterizzato dal maggior rendimento atteso per un dato livello di rischio o, viceversa, dal minor livello di rischio dato un certo livello di rendimento atteso e per realizzarlo svolge le seguenti attività:

- **asset allocation strategica:** definisce le aree in cui il fondo dovrà investire e suddivide il patrimonio fra tipologie di titoli, aree geografiche e settori merceologici sulla base dei rendimenti attesi, del rischio e delle correlazioni tra le diverse asset class. Questa attività dipende dal regolamento del fondo: un fondo azionario Italia non potrà scegliere di puntare sul mercato

americano, anche se il gestore ritiene che possa avere buone prospettive di crescita;

- **asset allocation tattica:** aggiustamenti di breve periodo, dettati da esigenze di mercato, sulla composizione del portafoglio definita dall'asset allocation strategica;
- **stock picking:** scelta dei titoli, all'interno delle diverse aree di investimento, da acquistare o vendere, sulla base dell'analisi fondamentale e dell'analisi tecnica. Nel caso dei fondi specializzati è questa l'attività determinante ai fini della performance;
- **market timing:** scelta del momento migliore per l'acquisto o la vendita dei titoli, cercando di anticipare i cambiamenti e di modificare il peso del portafoglio complessivamente destinato ad un certo mercato, in modo da ridurlo prima della diminuzione dei prezzi ed aumentarlo prima della loro crescita.

## Sharpe Ratio

Il tipo più comune di indicatore di performance corretta per il rischio è l'**indice di Sharpe**, ideato dal premio Nobel per l'economia William Sharpe.

L'indice di Sharpe calcola quanto rendimento è stato prodotto, in eccesso al rendimento di un'attività priva di rischio, per unità di rischio connessa alla detenzione del fondo.

**Ad esempio** se il fondo X ha prodotto un rendimento medio (in eccesso al tasso senza rischio) del 10% in un certo anno, a prezzo di una volatilità del 10%, mentre il fondo Y ha avuto un rendimento del 30% ma una volatilità del 60%, si conclude che X, il cui Sharpe ratio è 1, è meglio di Y che ha uno Sharpe ratio di 0,5. E' vero che Y ha offerto un rendimento medio superiore, ma è anche vero che per produrre tale rendimento ha costretto il detentore a sopportare una volatilità 6 volte superiore

Tale indicatore combina nel modo più semplice possibile la media e la volatilità del rendimento ed è pari al rapporto tra l'extra rendimento del fondo, rispetto ad un'attività non rischiosa (es. BOT), e la sua volatilità

$$IS = \frac{\bar{r} - r_f}{\sigma_r}$$

dove:

$\bar{r} - r_f$  = differenza fra rendimento medio del fondo ( $\bar{r}$ ) e tasso di interesse senza rischio ( $r_f$ )

$\sigma_r$  = volatilità del fondo.

Tanto maggiore è il valore dell'indice e tanto maggiore è il rendimento del fondo rispetto alla sua volatilità. Se il valore è negativo il fondo ha prodotto un rendimento inferiore al rendimento di un'attività priva di rischio.

Lo Sharpe ratio misura l'efficienza della gestione ed è un'utile strumento di confronto tra fondi. E' importante evidenziare che attraverso la sua misura non riesce a cogliere il valore aggiunto dal gestore (vedi **alfa di Jensen**), in quanto un fondo pur essendo gestito passivamente (replicando il benchmark) può comunque produrre un elevato rendimento rispetto alla sua volatilità e quindi avere uno sharpe positivo ed alto.

**Note bibliografiche:** Una descrizione dettagliata dell'indice di Sharpe si trova nell'articolo "*The Sharpe ratio*", pubblicato sul *Journal of Portfolio management* nell'autunno del 1994.

## Il Beta

Il coefficiente Beta misura la sensibilità del rendimento di un certo titolo azionario rispetto al rendimento di un certo portafoglio di mercato, solitamente un indice rappresentativo di un intero mercato borsistico.

In quanto tale il Beta è una misura di rischio "relativo": misura il rischio di un'attività finanziaria in relazione al rischio del mercato del quale l'attività fa parte.

In modo analogo, il Beta è stato utilizzato per valutare i fondi comuni, in questo caso misura la rischiosità del fondo in termini di rischiosità del benchmark. Il Beta rappresenta la sensibilità del fondo rispetto all'andamento del benchmark.

Il Beta può essere maggiore, minore od uguale ad 1:

- un Beta superiore all'unità indica che il fondo amplifica il movimento del benchmark,
- un Beta pari ad uno indica che il fondo replica fedelmente il movimento del benchmark,
- un Beta inferiore all'unità indica che il fondo smorza le oscillazioni del benchmark.

**Ad esempio:** un fondo con Beta pari ad 1,1 ha una rischiosità maggiore dell'indice di riferimento. Se il portafoglio di riferimento salisse del 10% il fondo salirebbe tendenzialmente dell'11%; se il mercato perdesse invece il 10% il fondo perderebbe l'11%.

## L'alfa di Jensen

L'alfa di Jensen misura la differenza tra il rendimento del fondo e la sua performance attesa, dato il suo livello di rischio misurato dal coefficiente beta.

**Nota bibliografica:** Michael Jensen propose una prima analisi dei fondi azionari statunitensi nel famoso articolo "*The performance of mutual funds in the period 1945-1964*", pubblicato sul *Journal of Finance* del 1968.

Per calcolare l'alfa di Jensen occorre seguire il seguente procedimento:

- calcolare il rendimento medio, in eccesso al tasso senza rischio, prodotto dal fondo nel periodo di valutazione, definito  $r_f - r_f$ ;
- calcolare il coefficiente Beta, del fondo rispetto al rendimento prodotto dal benchmark in eccesso al tasso privo di rischio;
- calcolare il rendimento medio, in eccesso al tasso senza rischio, prodotto dal benchmark nel periodo di valutazione, definito  $r_B - r_f$ ;

(d) a questo punto si ottiene l'alfa di Jensen pari a  $\alpha = (r - r_f) - \beta(r_p - r_f)$ .

Un alfa positivo indica che il fondo ha una performance migliore rispetto a quanto atteso in relazione al suo beta. Al contrario un alfa negativo indica che il fondo ha una performance peggiore rispetto a quanto atteso in relazione al suo beta.

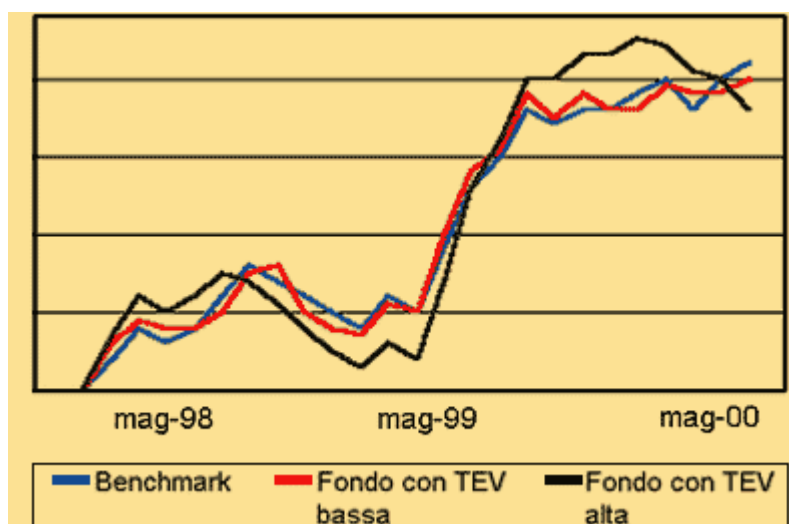
Alcuni vedono l'alfa come una misura del valore aggiunto o sottratto dal gestore del fondo.

Nel caso dei fondi italiani, i valori numerici dell'alfa sono influenzati dal fatto che i rendimenti dei fondi sono misurati al netto delle commissioni e dell'effetto fiscale, in modo da tenere conto del rendimento effettivamente ottenuto dal sottoscrittore. Nel giudicare i risultati, quindi, occorre tenere conto delle avvertenze riportate nel confronto tra fondo e benchmark (confronto tra benchmark e rendimento).

### Tracking Error

Il *Tracking Error* - o più correttamente la *Track Error Volatility*, TEV - è la volatilità della differenza di rendimento (il cosiddetto extra-rendimento) tra un'attività - ad esempio un fondo comune, o un portafoglio di titoli - rispetto ad un benchmark. Più la volatilità del *track error* è elevata, più l'andamento dell'attività o del portafoglio oggetto di studio si differenzia da quella del benchmark.

Confrontiamo l'andamento dei due fondi A e B con un benchmark comune.



Come si vede, l'andamento del fondo A e del benchmark "corrono paralleli" lungo tutto l'arco temporale; il rapporto tra i loro rendimenti rimane sempre abbastanza costante (anche se non necessariamente il loro rendimento è uguale). Il fondo A è quindi caratterizzato da una bassa Track Error Volatility.

Il fondo B, caratterizzato invece da maggiore Tracking Error, presenta un andamento più variabile rispetto a quello del benchmark, con "picchi" in positivo e in negativo - anche se è possibile che, sul lungo periodo, il loro rendimento medio sia simile.

Questo indicatore viene utilizzato spesso per valutare il tipo di gestione di un fondo comune. Scelto un benchmark coerente con il fondo:

- **se il tracking error è alto** il gestore ha sicuramente seguito una gestione attiva: le sue scelte di selezione dei titoli, *stock picking*, e di *market timing* lo hanno differenziato dalla composizione del benchmark;
- **se il tracking error è basso** il gestore ha seguito una gestione passiva: ha investito in un portafoglio (basket) molto simile a quello che compone l'indice, o in uno che, pur essendo

composto con titoli differenti, ne replica abbastanza fedelmente l'andamento nel tempo. Per questo motivo, la *tracking error volatility* di un fondo indicizzato è praticamente nulla se calcolata contro l'indice al quale il portafoglio si aggancia.

La Track Error Volatility si calcola come deviazione standard (scarto quadratico medio) della serie storica dei differenziali di rendimento del fondo rispetto al benchmark, scelti un determinato orizzonte temporale (uno, tre anni) ed una determinata frequenza del rendimento (settimanale, mensile).

## Information Ratio

Oltre allo Sharpe ratio esistono altri indicatori per valutare la "bontà" della gestione di un fondo comune. Simile allo Sharpe ma con una finalità differente è l'Information Ratio.

**Note bibliografiche:** "*The information ratio*", di Thomas Goodwin, *Financial Analysts Journal*, vol. 54, pag. 34-43, luglio/agosto 1998.

$$IR_i = \frac{\bar{R}_i - \bar{R}_b}{TEV_{i,b}}$$

L'Information ratio è pari al rapporto tra il differenziale fra rendimento del fondo e del portafoglio di riferimento (benchmark) ed il tracking error.

La differenza tra Sharpe ratio ed Information ratio è di natura valutativa.

- Lo **Sharpe ratio** rappresenta un indicatore di validità della gestione finanziaria nel suo complesso.
- L'**Information ratio** è un indicatore del valore aggiunto dal gestore del fondo rispetto ad una gestione passiva. In pratica si valuta la "bontà" dell'asset allocation strategica del fondo rispetto alla composizione del benchmark scelto. Un information ratio positivo indica una gestione attiva "efficiente"; un information ratio negativo caratterizza, invece, fondi con una gestione che non apporta un particolare valore aggiunto.

Un fondo comune che produce un elevato rendimento medio in modo passivo, vale a dire ancorandosi strettamente al benchmark, ha un Information ratio praticamente nullo. Questo non significa però che il fondo non sia valido: avrà comunque uno Sharpe ratio positivo ed alto se il suo rendimento è molto elevato rispetto alla sua volatilità.