

PLUS24 • Il Sole-24 Ore  
Sabato 24 Novembre 2007 27

# DOSSIER ASSET MANAGEMENT

In collaborazione con Azimut



Performance & patrimonio. La fotografia

## Nel portafoglio dei fondi ancora tanti bond

Gli obbligazionari pesano per il 36% e gli azionari per il 25,3%

Chi non risica non rosica. Il famoso proverbio sintetizza in modo efficace il binomio rischio/rendimento sempre valido per gli investimenti mobiliari.

Ed è ciò che viene in mente osservando la ripartizione del patrimonio italiano dei fondi comuni di investimento tra le varie categorie. L'insoddisfazione dei sottoscrittori si legge nelle statistiche di raccolta più recenti, in costante deficit, ma anche l'allocatione delle attività mostra una fotografia interessante. Il portafoglio dei fondisti italiani negli ultimi quattro anni si è mantenuto prevalentemente obbligazionario, a dispetto delle previsioni positive sui mercati azionari, della declamata necessità di diversificare gli investimenti e dell'inefficienza dei prodotti specializzati sui bond in un periodo di tassi reali ai minimi.

Il peso degli azionari è aumentato, ma si attesta a poco più di un quarto della massa totale, essendo salito dal 19 al 25% da quando le Borse hanno ripreso il rally, dopo lo scoppio della bolla speculativa. La performance media ponderata degli organismi collettivi che investono in titoli di capitale di rischio hanno reso, dai minimi del marzo 2003, il 78%; il valore è la media tra il 190% degli azionari Paesi Emergenti e il 25% degli azionari America, esposti alla discesa recente del dollaro, passando per i rendimenti intermedi delle diverse sottotipologie, per esempio dall'89% degli azionari specializzati su Piazza Affari, per citarne una di grande appeal per gli investitori domestici. L'importanza dei fondi equity è cresciuta in termini relativi anche perché le maggiori fuoriuscite dall'industria sono state battute dalle casse degli obbligazionari, che dall'inizio dello scorso anno hanno venduto quote per ben 68 miliardi di euro, a fronte di un'emorragia di 25 miliardi dagli azionari.

I fondi che investono in titoli di debito, che rappresentano tuttora più del 35% del patrimonio complessivo (nel 2003 era il 50%) mostrano una performance media ponderata dell'8% nell'ultimo ciclo borsistico (dai minimi 2003) e del 21,3% dal 1999, in otto anni. Anche in questo caso, il dato è una sintesi tra il -3% degli obbligazionari internazionali e il 30% degli obbligazionari Paesi Emergenti. Gli obbligazionari area Euro a breve e a medio/lungo termine, i più gettonati, stanno proprio sulla media dell'8% dal 2003, cioè sotto il 2% annualizzato. Non sorprende, dunque, che chi si aspettava dai gestori risultati migliori rispetto a un investimento diretto in titoli privi di rischio, abbia preferito dirottare i propri risparmi altrove. La speranza è che non li abbia convogliati in strumenti poco trasparenti e, nella maggioranza dei casi, meno remunerativi dei semplici titoli di Stato, come polizze a carattere finanziario o obbligazioni strutturate. Il timore è fondato. Secondo il Comitato Tecnico per la Piazza Finanziaria Italiana (costituito a livello governativo per promuovere efficienza e competitività) fatto 100 quanto investito in fondi, obbligazioni strutturate e polizze, la quota in fondi è scesa del 20% (da 80 a 64) negli ultimi sette anni, quella in polizze è salita dell'85% (da 7 a 13); quella in obbligazioni del 92% (da 12 a 23). Non a caso i prodotti complessi accrescono velocemente i margini delle banche che li impacchettano, e che controllano reti distributive capillari, direttamente o tramite retrocessione di generose commissioni. La spinta promozionale spiega anche il successo dei flessibili, che dal 2003 hanno accresciuto il peso dal 2 a quasi il 12% del sistema, grazie ai fondi di total return descritti come decorrelati dalle oscillazioni dei mercati e che garantiscono commissioni svincolate dai parametri di riferimento, proprio in quanto prodotti flessibili. Il problema dell'inefficienza del risparmio gestito e della sua allocatione, come sottolineato dal Governatore Draghi, non dipende solo dalla tradizionale avversione al rischio dei risparmiatori italiani.

Marzia Redaelli

Dove va il risparmio. Cala il sipario su un anno da dimenticare

## Gestioni dinamiche per risolvere la crisi

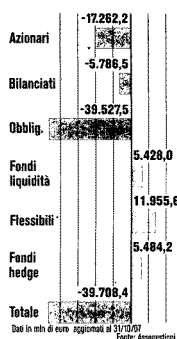
Tempi duri per i gestori. Il 2007 è ormai agli sgoccioli e difficilmente riuscirà a invertire la rotta nelle sue battute conclusive. Il quadro di questo scorcio di fine anno è presto fatto: risparmiatori insoddisfatti, troppi prodotti che spesso creano confusione e in molti casi deludono le aspettative, sfiducia nei mercati, propensione al rischio ridotta a luccichino, scarsa attenzione dei distributori alle reali esigenze della clientela. Insomma, quanto basta perché l'industria si interroghi seriamente sulle possibili soluzioni da adottare per uscire da questo tunnel. E una raccolta netta negativa di poco inferiore ai 40 miliardi di euro dall'inizio dell'anno è un forte stimolo per muoversi in questa direzione.

Il grande successo in termini di flussi di flessibili (12 miliardi) ed hedge fund (5,5 nel corso del 2007, mostra chiaramente la ricerca spaziosa di strumenti che non siano correlati al mercato. Ma la batosta che ha affossato le Borse l'estate scorsa (e che continua a farlo a corrente alternata anche in questi giorni) ha testimoniato

I sottoscrittori sono delusi e la raccolta è in picchiata (-39,7 miliardi)

### L'andamento

Raccolta netta dei fondi da inizio 2007



Dati in mli di euro, aggiornati al 31/10/07. Fonte: Assogestioni

che comunque il legame c'è, eccome. E la risposta non si è fatta attendere: negli ultimi due mesi anche per queste tipologie di fondi, che hanno sempre viaggiato a vele spiegate, il vento è girato.

Che fare, quindi? L'ideale sarebbe trovare money manager che, attraverso una gestione attiva, riescano a spuntare risultati migliori del mercato, ma non è affatto semplice. Gestire attivamente un portafoglio non significa certo essere immuni dalle tempeste che spesso si abbattono sui mercati, ma vuol dire saperle affrontare. Come? Per esempio impostando un portafoglio flessibile, capace di anticipare le "mosse" dei listini, incrementando o alleggerendo le varie componenti (obbligazioni azioni e monetario) al momento giusto. In poche parole significa non appiattirsi sui benchmark. Non solo. Gestire attivamente un portafoglio vuol dire anche fare delle scelte qualche volta impopolari, diversificando su quei titoli che abbiano un potenziale di crescita basato su fondamentali solidi e non su favorevoli situazioni momentanee. In Italia, però, meno

del 20% dei gestori è in grado di battere il parametro di riferimento. Inevitabile, quindi, che tanti piccoli investitori preferiscano dirottare le scelte verso strumenti passivi (come per esempio gli Etf) che costano meno e che, nella peggiore delle ipotesi, scendono quanto il mercato.

Ma c'è anche chi, invece, vuole far fruttare al meglio il proprio capitale, senza subire le vicissitudini delle Borse. E in questo caso l'unica alternativa è riuscire a selezionare un gestore capace, identificabile attraverso i risultati che ha ottenuto nel tempo. Non c'è niente di più eloquente dei numeri per poter fare simili valutazioni. Nelle pagine che seguono si è cercato di spiegare quali siano le peculiarità di una gestione attiva, analizzando gli strumenti tipici di questa strategia (soprattutto fondi flessibili ed hedge fund). Ma una certa attenzione viene dedicata anche a strumenti alternativi (Etf, polizze e obbligazioni strutturate) che sempre più spesso entrano a far parte dei portafogli delle famiglie italiane. Se a torto o a ragione, si vedrà.

Isabella Della Valle

### Il risparmio nei fondi

Allocazione e performance media ponderata - Dati aggiornati al 16/11/2007

Categorie	Peso % sul patrimonio totale del sistema fondi italiano		Variaz. % dal marzo 2003*
	2003	2007	
Fondi Azionari	19,2	25,3	78,2
Fondi Bilanciati	6,4	6	28,1
Fondi Obbligazionari	50,3	35,6	8,1
Fondi di Liquidità	19,4	15,4	8,3
Fondi Flessibili	2	11,7	34,2
Fondi hedge	0,7	6	28

(\*) Indici Fideuram e Indici MondoHedge FdI Generale per i fondi hedge

28 DOSSIER ASSET MANAGEMENT

La classifica di tutti i fondi single manager

Le performance dal migliore al peggiore da inizio anno (Ytd)

Nome fondo	Società di gestione	Ytd (*)	6 mesi	3 mesi	01-07	Strategia	Partenza
Aliso	Azmut Capital Management Sgr	12,50%	6,59%	3,76%	1,57%	Long/short Equity	Lug-2005
Alisoedue	Azmut Capital Management Sgr	12,50%	6,59%	3,77%	1,57%	Long/short Equity	Lug-2005
Alisoquattro	Azmut Capital Management Sgr	12,41%	6,58%	3,81%	1,58%	Long/short Equity	Giù-2005
Unifortuna	Unifortuna Sgr	8,62%	3,69%	0,89%	0,82%	Long/short Equity	Gen-2005
Cartesio Global Equity Fund	Sopaf Capital Management Sgr	4,98%	2,83%	3,58%	1,36%	Long/short European Equity	Ago-2003
Bim Equity Arbitrage Europe	Bim A.I. Sgr	4,72%	3,27%	3,11%	0,63%	Multistrategy	Nov-2004
Faro	Carisma Sgr	3,92%	-3,31%	-0,69%	1,20%	Long/short Equity	Dic-2004

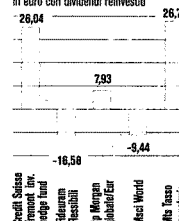
(\*) Rendimenti al 12/10/2007, il dato è calcolato solo per i fondi operativi prima di gennaio 2007; in corso i dati stimati

Nome fondo	Società di gestione	Ytd (*)	6 mesi	3 mesi	01-07	Strategia	Partenza
Kairns Hedge Fund	Kairns A.I. Sgr	3,20%	-2,17%	-0,48%	1,23%	Long/short Equity	Lug-2002
Hedgersel	Eisel Hedge Sgr	2,72%	1,20%	2,07%	0,67%	Multistrategy	Lug-2003
Lea Bond Absolute	Gottardo A.M. Sgr Alternative	0,75%	0,39%	-0,63%	0,76%	Credit Long Short	Mag-2006
Finint Equity I	Finanziaria Internazionale Ai	-7,91%	-4,12%	-0,89%	0,30%	Long/short Equity	Giù-2005
Finint Abe I	Finanziaria Internazionale Ai	-33,74%	-35,31%	-31,26%	0,07%	Fixed Income Arbitrage	Ott-2005
Bim Equity Long Short	Bim A.I. Sgr	-	-	3,48%	0,63%	Long/short Equity	Ago-2007
Ba+ Matterhorn	Ba+ Nuovi Investimenti Sgr Media	-	-3,14%	-2,17%	0,48%	Long/short Equity	Mar-2007

Fonte: Mondohedge

Il confronto fra gli indici

Var. % del 31/03/00 al 31/10/07, in euro con dividendi reinvestiti



Fonte: MoneyRate e Bloomberg

Portafogli dinamici. Le caratteristiche degli strumenti guidati da un solo gestore

# Il passo lungo di hedge e flessibili

Nei periodi di alta volatilità spesso le individualità vincono la sfida con gli indici

Sulla lunga distanza il fattore umano riesce a spuntarla sulle formule matematiche e sui panieri che replicano fedelmente (e passivamente) l'andamento di alcuni indici. Ne sono convinti, in particolare, gestori e manager che sono alla guida di fondi flessibili e fondi hedge, le due forme di risparmio gestito dove più spiccano le individualità rispetto al lavoro di squadra di altri fondi o allo sguardo "distante" di chi colloca prodotti agganciati a un sottostante predefinito. Una convinzione non è una verità assoluta, ma i numeri in certi casi danno ragione a chi punta sul capitale umano per creare valore. È vero che da marzo 2000 a fine ottobre 2007

l'Msci World in euro - un indice composto da oltre 1.900 titoli azionari mondiali - è arretrato del 9,44%, contro il deficit del 16,58% accumulato dai fondi flessibili, ma è anche vero che nello stesso periodo alcuni prodotti hanno spuntato rendimenti positivi a due cifre (si veda tabella a destra). Gli hedge fund, inoltre, hanno messo alle spalle la bolla dei titoli internet, la crisi delle Torri Gemelle e l'attuale turbolenza legata ai derivati subprime, con un rialzo del 26 per cento. Nella tabella è evidente come anche l'andamento del comparto monetario sia stato molto positivo (26,7%), ma ha reso comunque meno rispetto a flessibili molto dinamici. Ma questo dinamismo, però, vale anche in caso di perdite che possono essere assai elevate. All'epoca della rilevazione i flessibili erano ancora pochi e alcuni sono ancora in territorio negativo con perdite che superano il 50%. I maggiori margini di manovra, quindi, bisogna saperli usare se non possono rivelarsi un'arma a doppio taglio. I fondi flessibili non hanno vincoli di asset allocation e so-

no pertanto liberi di inserire in portafoglio azioni e obbligazioni in modo discrezionale senza dei livelli predeterminati. Per questo motivo, non avendo un indice di riferimento da seguire, possono spaziare da una composizione totalmente azionaria a una completamente obbligazionaria secondo la linea di investimento scelta dal gestore, in funzione dell'andamento dei mercati. Poteri addirittura più ampi sono concessi ai single manager dei fondi hedge (anche se le nuove regole Ucits III hanno in parte avvicinato i due prodotti) che dispongono di una più ampia gamma operativa sia in termini di leva, sia di vendite allo scoperto. Un dettaglio questo, non di poco conto, che spiega il perché questi fondi spesso siano in grado di sganciarsi dalle mode del mercato e qualche volta di generare performance anche nelle fasi ribassiste. Però i fondi hedge hanno il limite di investire su strategie sostanzialmente meno liquide. Un rischio ridotto per i flessibili che hanno il vantaggio di avere liquidità giornaliera con trasparenza della quota ogni giorno.

Ma cosa significa gestione attiva? «Vuol dire, in primo luogo, mettere alla prova il gestore, evitando che il benchmark diventi un paravento», spiega Fausto Artoni, responsabile dal 1999 dei fondi Formula 1 di Azimut che occupano cinque fra le prime dieci posizioni nella top ten dei flessibili, con rendimenti dal 2000 ad oggi tra il 29,99% al 25,38%. «Negli ultimi anni abbiamo assistito a un livellamento verso il benchmark di molti fondi di investimento. Un fenomeno dovuto al fatto che spesso le operazioni vengono compiute da team eccessivamente dispersivi. E questo rappresenta un secondo ostacolo nella rincorsa verso una gestione ottimale perché viene a mancare il principio di riconoscibilità di chi compie le scelte di investimento e che, nel bene e nel male, ne è responsabile». «Per questo motivo - prosegue Artoni prima di scegliere un fondo è importante infatti analizzare chi è il gestore e da quanto tempo lo segue. Oltre a quello dei costi più alti, però, la gestione attiva ha un altro limite: non è adatta agli investitori che puntano a

un breve ritorno della loro esposizione perché lo stile dinamico punta a sovraperformare il mercato nel lungo termine. Una caratteristica che, letta al contrario, significa che nel breve-medio periodo le capacità individuali possono perdere il confronto con gli indici. Un fattore accentuato, in particolare, nelle prolungate fasi rialziste dei mercati. «Negli anni in cui la volatilità dei mercati è molto bassa il gestore passivo può battere i gestori che non seguono un benchmark», spiega Artoni. Ed è quello che si è verificato nel periodo intercorso tra il 2003 e il 2006, caratterizzato, appunto da una bassa volatilità. In questa fase, i flessibili sono cresciuti del 28,61%, gli hedge del 28,51% contro un'accelerazione dell'azionario mondiale del 49 per cento. Così come non è un caso che nonostante l'alta della Borsa nel 2007 (l'Msci World è fermo sui valori del 2006 mentre Piazza Affari cede l'8% da inizio anno) alcuni fondi hedge registrano guadagni a doppia cifra con rialzi intorno al 12 per cento.

Vito Lops

I migliori fondi flessibili

L'andamento dal 31/03/00 al 31/10/07

Nome	Var. %*
Azimut-Trend Eur	41,89
Aureo Gestioni-Aureo Rendimento Assoluto Eur	34,02
Azimut-F1 High Risk Eur	29,99
Azimut-F1 Risk Eur	29,95
Azimut-F1 Balanced Eur	29,54
Monte Paschi Am Sgr Spa-Ducabo Bco America Alto Potenz. Acc Eur	28,36
Azimut-F1 Conservative Eur	28,11
Azimut-F1 Low Risk Eur	25,38
Azimut-Trend Italia Eur	21,73
Caam Sgr Spa-Nextra Obiettivo Reddito Eur	21,55
Capitalgest Sgr Spa-Reddito Più Eur	20,27
Antonveneta Alm Amro-A Expert RT 50 Eur	18,61
Anima-Fondattivo Eur	6,76
Azimut-Europa Eur	-0,93
Caam Sgr Spa-OReturn Eur	-2,05
FC Flessibili (Media)	-5,46

(\*) Utile reinvestito in dato stacco cedola. La deduzione del fattore fiscale del 12,5% viene applicata nel calcolo delle performance dei Fondi Esteri degli Indici (Gestioni Fideuram, Prime e Ram) e dei Portafogli. Fonte: MoneyRate

INTERVISTA | Ruggero Bertelli | Università di Siena

## I benefici della gestione attiva? Si vedranno solo nel tempo

Professor Bertelli, si parla tanto della differenza tra gestione passiva e quella attiva: quali sono i vantaggi di quest'ultima se fatta veramente a "regola d'arte"? Prima di tutto bisogna chiarire che si riferisce a due grandi stili di gestione del portafoglio. Il primo, il più diffuso, è contro un benchmark mentre il secondo, in grande sviluppo, è la gestione attiva intesa nel senso di "flessibile", senza un benchmark di riferimento ma definita più genericamente da: a) un "universo investibile" nell'ambito del quale il gestore effettua liberamente le proprie scelte, senza il "peso morto" del benchmark; b) un livello di rischio che il gestore tende mediamente a mantenere, pur avendo grande libertà di scelta, sia nella composizione di portafoglio, sia nel grado di rischio

assunto in funzione dell'andamento dei mercati. Nel primo stile, in pratica, si chiede alla gestione attiva di "battere" il benchmark con un livello di rischio (qualunque esso sia o sia stato; si pensi alle vicende del 2002) simile a quello del benchmark. Nel secondo stile, invece, il gestore è particolarmente attento al rischio del portafoglio e si pone l'obiettivo di generare rendimenti "asimmetrici", cercando - con prudente opportunismo - di sfruttare la volatilità positiva, senza farsi prendere (troppo) di sprovista da quella negativa. Esistono indicatori che permettono di riconoscere se un prodotto fa gestione attiva oppure no? Nel caso della tradizionale gestione attiva contro benchmark gli indicatori non man-

ciano. Per la più innovativa gestione "flessibile", priva di benchmark, la questione è più delicata e aperta. In generale, però, si tenga presente che nella gestione di portafoglio spesso "non fare" è una decisione estremamente attiva e coraggiosa. E, d'altra parte, il "fare troppo" può essere inutilmente costoso. La gestione attiva è un approccio alla gestione di tipo qualitativo - un'attitudine mentale all'assunzione razionale di rischio - che si manifesta sistematicamente costruendo processi di asset management rigorosi, ma orientati a far emergere le qualità individuali del gestore, in un contesto fortemente competitivo. Ma allora, a questo punto, qual è l'approccio corretto dell'investitore rispetto alla gestione attiva? Primo: la gestione attiva co-



Ruggero Bertelli, professore associato dell'Università di Siena

Grazie alla Mifid ci si aspettano proposte migliori dagli intermediari

sta, quindi deve esserci una adeguata attesa di valore aggiunto nel prodotto. Poiché gestire bene è difficile, non è corretto scegliere a caso un gestore. Secondo: la gestione attiva dispiega i suoi benefici effetti nel medio/lungo periodo. La valutazione di breve periodo può essere estremamente fuorviante e quindi l'investitore dovrebbe rimanere fedele al proprio orizzonte temporale di investimento. Terzo: è necessaria estrema chiarezza di obiettivi e un approccio "di portafoglio". A proposito di chiarezza: ci sono dati, in Italia oppure all'estero, che provino che la gestione attiva indipendente sia migliore di quella fatta dalle banche? Capisco il senso della domanda. Si vogliono provare partendo dalla "cedola" del problema - gli effetti del conflitto di interessi sulla qualità della gestione. Ma io non credo che questo sia il modo giusto di procedere, qualunque sia il risultato dell'indagine. Non è alcun dubbio che qualsiasi conflitto di interessi possa ex ante determinare un decadimento della qualità della gestione. Quindi, per rispondere, ricorderei le parole di Draghi: «la riduzione del conflitto di interessi insito nell'intercambio azionario con banche e assicurazioni, la concentrazione degli asset manager sono vitali per la crescita del settore». La Mifid è entrata in vigore e tra pochissimo dispiagherà i suoi primi effetti: i vantaggi per i risparmiatori saranno maggiori oppure minori rispetto ad adesso? La Mifid è una grande opportunità. Costringe gli operatori a ripensare ai propri processi produttivi, alle politiche di pricing dei propri servizi, alla qualità percepita dal mercato, che giustifica la remunerazione del servizio. Focalizza l'attività sulla rilevazione sistematica delle esigenze del cliente e sulla loro adeguata soddisfazione. Dopo questa prima fase concitata di accelerato e formale adeguamento alla Mifid, mi aspetto segnali forti verso il mercato da parte degli intermediari più attenti, con un sostanziale miglioramento qualitativo dell'offerta. Marcello Frisno

PLUS24 - Il Sole 24 Ore  
24 Novembre 2007

DOSSIER ASSET MANAGEMENT 29

Le alternative. Un quadro sintetico dei prodotti più diffusi

# Come scegliere in un'offerta varia

**Fondi indicizzati, bond strutturati, polizze: ecco perché non sono tutti uguali**

I fondi a gestione attiva, si sa, hanno un costo. È lo scotto che si paga per avere, almeno in teoria, un portafoglio dinamico in grado di sovraperformare il mercato o, in caso di contingenze sfavorevoli, contenere le perdite. Negli ultimi anni, tuttavia, l'offerta di strumenti finanziari si è andata moltiplicando e il mercato ha dimostrato di sapere apprezzare i vantaggi di una diversificazione del portafoglio. Il nocciolo della questione, per gli investitori, è saper valutare correttamente i pro e i contro delle alternative; se, cioè, la possibilità di incorrere in costi di gestione ridotti, come nel caso di un Etf giustificati i rischi di una gestione passiva, che replichi perfettamente un benchmark - al rialzo quanto al ribasso. Per molti, la risposta sta nel mezzo: obbligazioni strutturate, polizze ed Etf sono visti come dei validi strumenti per diversificare il portafoglio, e consentono spesso di strutturare le asset allocation secondo strategie ben precise di breve, medio o lungo periodo. Gli elementi da tenere in considerazione quando si opta per uno di questi prodotti, ad ogni modo, sono numerosi. E, come sempre quando si parla di finanza e risparmio, una corretta conoscenza dei pro e contro può fare la differenza tra un buon investimento e un pessimo affare.

pagina a cura di  
Andrea Curiati

## Migliori e peggiori a sei mesi

Etf	Var. %	Etf	Var. %
Etf Wheat	39,57	Etf Nickel	-42,67
Lyx China	34,27	Etf Zinc	-39,10
Ish Flse/X C25	31,70	Etf Natural Gas	-32,10
Etfi Wti 2m Oil	31,68	Etfi Lean Hoge	-31,61
Etfi Crude Oil	31,45	Easyetf Eprauez	-29,04

## Etf. Forte diversificazione

### Molti vantaggi, resta il rischio

Stando alla crescita straordinaria dal loro lancio, gli Etf piacciono, e non è difficile capirne le ragioni: anzitutto, consentono di prendere posizione su un intero indice con un'unica operazione, garantendo una diversificazione del portafoglio e annullando il rischio specifico. Inoltre, sono negoziabili in qualunque momento come se fossero azioni, con un valore aggiornato di giorno in giorno e un iNav (valore indicativo) calcolato in tempo reale. Ancora, gli Etf non hanno scadenza, garantiscono la distribuzione di dividendi e sono immuni dal rischio del fallimento dell'emittente perché poggiano su un portafoglio di titoli depositato presso una banca. Resta il problema della liquidità, che gli Etf risolvono con l'esistenza di un *market maker*, tenuto a fornire continuamente al mercato un prezzo di acquisto e di vendita rispettando lo spread stabilito dal regolamento di Borsa. Vi è, inoltre, il meccanismo del *creation/redemption in kind*: in pratica, oltre al *market maker*, anche degli intermediari riconosciuti (gli *authorized participants*) possono acquistare o vendere nuove quote degli Etf, supportandone la liquidità e riducendo la differenza tra il loro prezzo di mercato e il valore reale.

Tutte rose e fiori, dunque? Non esattamente: gli Etf non eliminano i rischi sistematici; in caso di un supporto inadeguato da parte dello specialista i prodotti poco scambiati possono di fatto presentare problemi di liquidità, con un spread denaro/lettera svantaggioso. La fiscalità, infine, prevede una doppia tassazione, sia sui redditi da capitale, sia su quelli diversi.

## Fondi interni collegati a Unit-linked

Rilevazione al 31 trim. 2007. Dati in %

	Rend. cumulato		Rend. medio annuo
	a 1 anno	a 5 anni	a 5 anni
Azionari	16,52	34,12	6,05
Bilanciati	8,86	24,61	4,50
Obbligazionari	2,32	14,63	2,77

Nota: il rendimento è in media ponderata con il volume del patrimonio gestito.  
Fonte: Aris

## Polizze. Pochi e specifici i punti di forza

### Non per tutti i portafogli

I vantaggi che le polizze Vita index e unit linked offrono alle banche, quale alternativa ai fondi comuni, sono evidenti: sono più remunerative, grazie alle commissioni retrocesse dalle compagnie, e fidelizzano i clienti, con penalità di riscatto relativamente elevate nei primi anni. Ma quali sono i pro per gli investitori? Uno degli elementi di appeal è dato dalla commistione tra la componente assicurativa e quella finanziaria; eppure, sarebbe un errore credere che una polizza debba necessariamente mettere al riparo dal rischio di incorrere in perdite. Se ciò può essere vero, in linea di massima, per le index linked, che includono spesso meccanismi di protezione del capitale, lo stesso non si può dire per le unit linked. Queste ultime, a seconda del fondo nel quale sono investiti i premi, possono essere anche molto aggressive e, di conseguenza, presentare un rischio altrettanto elevato. Per trattare questi strumenti, inoltre, è bene capire immediatamente a cosa si va incontro, e procedere soltanto in presenza di una strategia ben determinata: certo, si può uscire in anticipo rispetto alla scadenza, ma le minusvalenze cui si può incorrere (e le suddette penalità) non sono da sottovalutare, soprattutto a causa di un mercato decisamente illiquido. Eppure, i vantaggi ci sono, ma rispondono ad esigenze ben precise: in particolare, le unit linked consentono di investire in gestioni multi manager e in fondi (anche esteri) difficilmente accessibili per altre vie. Per legge, inoltre, il patrimonio investito in polizze Vita è quasi sempre impignorabile ed inalienabile, e può avere per beneficiario una persona diversa dagli eredi in esenzione di imposta.

## Bond strutturati

Titolo	Var. dal prezzo emiss. al 10/11/2007 (in %)	Controvalore del 10/11/07 (in mil. €)
Bnl Flseh 01-08	30,16	13.467
B. Intesa 03-06 Indici Inti	25,95	1.651
Credim 03-06 Concerto 4	22,44	30.371
Mps 03-13 11-1v Swap	-13,74	7.994
Mediab. 05-15 Intlat. Perf.	-13,10	3.441
Centrob. 08-13 Lock-in	-12,30	4.332

## Bond strutturati. Per investitori esperti

### Una scommessa complessa

Difficile fare un discorso generale sui bond strutturati: sono strumenti finanziari estremamente complessi. E proprio in questa complessità si può riscontrare uno dei loro limiti principali: il rischio è che gli investitori meno navigati si avvicinino a essi senza comprenderne appieno le condizioni. A chi, invece, riuscisse a padroneggiarli, i bond strutturati offrono la possibilità di scommettere sull'andamento di indici e panieri di azioni senza investire direttamente in Borsa, mettendo in atto strategie complesse in un'ottica speculativa. Il calcolo dei rischi è, ancora una volta, la chiave per investire al meglio in obbligazioni che includano una componente derivativa. Alcune di queste offrono un profilo di rischio apparentemente ridotto, garantendo il rimborso del capitale o una cedola minima, o ambedue le condizioni; in realtà l'investitore, nel caso in cui volesse disporre del capitale investito prima della scadenza del bond stesso - la durata media si attesta a cinque anni - potrebbe trovarsi a incorrere in perdite in conto capitale anche consistenti. A volte, inoltre, la cessione della cedola è a scadenza, e se il paniere sottostante a cui è vincolato l'andamento dell'obbligazione non va nella direzione prevista, il titolo può trasformarsi in uno zero coupon, un bond senza rendimento.

I costi, poi, sono tutt'altro che ridotti, e rischiano ulteriormente i margini di guadagno anche per gli investitori che hanno scommesso sullo strumento giusto, per i quali è facile ritrovarsi con una remunerazione deludente a fronte di un investimento di lungo periodo.

C'è un nuovo riferimento Assoluto.  
Per tutti gli altri.



**AZIMUT**  
LA DIREZIONE PER INVESTIRE

02 8898.1  
www.azimut.it

30 DOSSIER ASSET MANAGEMENT

PLUS24 - Il Sole-24 Ore  
24 Novembre 2007

INTERVISTA | Pietro Giuliani | Azimut

# «Siamo pronti a nuove alleanze»

«Draghi non punta il dito su di noi ma sulle banche. Guardiamo al dossier Mps Am»

«L'industria del risparmio gestito italiana è agorizzante e potrebbe anche sparire se la situazione non evolve». È questa l'amara constatazione di Pietro Giuliani, presidente e amministratore delegato di Azimut, uno dei pochi gruppi del risparmio gestito tricolore che è riuscito a salvarsi dal buco nero che sta inghiottendo l'industria. In un anno caratterizzato da una voragine record di quasi 40 miliardi di euro di raccolta netta negativa per l'intero settore, il gruppo Azimut è riuscito a chiudere i primi 10 mesi del 2007 con un saldo positivo di oltre un miliardo di euro. Una fuga dei risparmiatori dai fondi comuni che pone sempre sul banco degli imputati le reti di collocatori, soprattutto quelle di matrice bancaria.

Ing. Giuliani, vede anche lei nella distribuzione il principale artefice della debacle dei fondi?

«Premesso che il mercato è in mano ai collocatori che hanno il contatto diretto con i clienti, anche la produzione ha le sue corresponsabilità nell'assecondare le errate scelte della distribuzione».

In che senso?  
Nel 2003, all'inizio del trend di crescita delle Borse, quasi l'80% delle masse gestite dall'industria era collocata in prodotti obbligazionari. Una asset class che negli ultimi cinque anni ha sofferto molto. L'industria si è dimostrata poco lungimirante nel medio-lungo periodo. Molti nostri concorrenti hanno anche ridotto i costi per rendere più competitivi i fondi obbligazionari. Una sorta di alibi per la distribuzione per continuare a vendere il prodotto.

E voi di Azimut?  
Nel 2003 avevamo un portafoglio circa al 60% azionario e 40% obbligazionario. Da allora abbiamo iniziato a portare i clienti principalmente sui fondi



IMMAGINECONOMICA

Chi è

## Dall'Iveco al risparmio gestito

Pietro Giuliani è nato a Tivoli (Roma) il 29 ottobre 1956 ed è presidente di Azimut Holding e delle società operanti del gruppo. Si è laureato in ingegneria meccanica nel 1980 presso l'università "La Sapienza" di Roma e successivamente, sempre nello stesso ateneo della Capitale, ha conseguito un Master in Business Administration. In Azimut dal 1990, in precedenza ha avuto esperienze lavorative all'estero in Iveco (1982-85) e ha ricoperto incarichi di responsabilità presso Fideuram (1985-87) e Finanza & Futuro (1987-90). Da marzo 2007 è vice presidente di Assogestioni e dal 2004 è membro del consiglio direttivo della stessa associazione di categoria come rappresentante dei gestori italiani.

Cercheremo di attrarre i collocatori più talentuosi in giro per il mondo, offrendo loro la possibilità di usufruire di tutta una serie di prodotti e servizi per mettersi in proprio. Siamo disposti a finanziare la fase di start up e pagare adeguatamente il promotore con azioni della nuova società che, successivamente, saranno concambiate con titoli Azimut quotati. Una soluzione già sperimentata con successo con i gestori dei nostri fondi hedge. Anche in Italia rappresentiamo l'alternativa indipendente per tutti i private banker e promotori finanziari di qualità che desiderano svolgere la professione in un contesto caratterizzato da ottimi prodotti, strategia imprenditoriale chiara che mette sempre al centro i clienti e i promotori in un contesto fortemente dinamico. E vogliamo continuare a crescere in modo deciso.

Anche in questo caso emerge il vostro modello di business basato sull'integrazione tra gestione e distribuzione. Ma il Governatore, Mario Draghi, non ha chiesto più volte la separazione delle due strutture?

Il suo obiettivo è soprattutto quello di eliminare i conflitti di interesse nelle Sgr di emanazione bancaria. Il dito di Draghi non è puntato sui gruppi indipendenti come il nostro. Sono le banche ad avere interessi molteplici nella distribuzione e nella produzione. Un esempio su tutti: Sgr che investono in società finanziate dalle banche del loro stesso gruppo.

Ma anche i vostri gestori possono investire in azioni Azimut quotate?

«Abbiamo un rigido regolamento interno che pone i nostri gestori nelle stesse condizioni di un investitore esterno. Ci siamo imposti di comprare e vendere il titolo solo dopo la diffusione della trimestrale e molto prima di quella successiva. Evitiamo di avere conflitti di interesse. Anzi, il nostro sistema di integrazione potrebbe essere la chiave per risolvere queste problematiche alle banche».

Stete pronti per future alleanze?

Stiamo già osservando il dossier della Sgr del Monte dei Paschi di Siena e siamo convinti che sia la strada giusta da percorrere anche con altre realtà».

Gianfranco Ursino

flexibili e bilanciati. Già all'inizio del 2005, quando i tassi hanno ripreso a salire, la nostra clientela retail aveva in media in portafoglio solo il 10% di obbligazioni. Una strategia che ci consente di presentarci alla clientela con una performance media ponderata dei nostri prodotti negli ultimi 10 anni, al netto di costi e fisco, di oltre il 4% superiore alla media dell'industria. In un periodo che comprende anche i disastri del 2000-2002 abbiamo offerto rendimenti superiori anche a quelli dei BOT. Questo dimostra come il prodotto-fondo comune è tutt'altro che peregrino. È uno strumento che paga un costo di trasparenza e può dar fastidio ai distributori che vogliono massimizzare i profitti nel breve. È un prodotto che, se venduto e gestito bene, può

dare soddisfazione al risparmiatore.

Anche voi, in linea con la prassi del settore, retrocedete fino all'80% delle commissioni di gestione alle reti di vendita?

Non è un tema di retrocessione, anzi. Nonostante gli elevati ristorni garantiti alla distribuzione, agli sportelli bancari hanno continuato a piazzare le meno trasparenti obbligazioni strutturate. Minor retrocessioni porterebbero solo a un'accelerazione della morte del risparmio gestito italiano. Occorre prima risolvere il problema dell'opacità concessa agli altri prodotti finanziari e gli squilibri fiscali e burocratici che i fondi italiani hanno rispetto a quelli esteri.

Arrivano quindi dai regulator i principali problemi dell'industria?  
Dico solo che le Autorità di control-

lo hanno fatto un ottimo lavoro di regolamentazione sul risparmio gestito ed è auspicabile che venisse al più presto esteso a tutti gli strumenti d'investimento.

Da quando c'è stata la stretta di Banca d'Italia sulle modalità di calcolo delle commissioni d'incentivo sui fondi italiani, anche voi state dirottando i clienti sui vostri fondi di diritto estero?

Questo è solo uno dei motivi. La principale motivazione è un'altra: abbiamo forti ambizioni internazionali.

Ma per il momento raccogliete all'estero meno dell'1% degli asset gestiti...

Il nostro obiettivo è di arrivare al 10% nel giro di 5 anni.  
Con quale strategia?

Norme comunitarie. Cosa cambia con il passaporto europeo

## La Ucits III allarga gli scenari

Cresce il numero dei prodotti target Ucits III. Sono sempre più le società di gestione che sfruttano le opportunità offerte dalla normativa europea nata per armonizzare le diverse legislazioni nazionali in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm) e ampliare la gamma di investimenti degli asset manager.

L'industria europea del risparmio gestito, quindi, è in piena evoluzione. Lo dimostra il continuo fiorire sul mercato di nuovi prodotti: dai fondi 130/30 a quelli Total Return, e chissà se tutta questa innovazione riuscirà a tirare su le sorti del settore.

Le novità per le società di gestione. La normativa europea, adottata il 21 gennaio 2002 e recepita in Italia dal regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia dell'aprile 2005, ha introdotto la nozione di passaporto europeo. Si tratta di un documento che consente alle società di gestione e alle Sicav di distribuire sui mercati europei i propri prodotti, previa autorizzazione del Paese di origine. A fronte dell'apertura di un mercato interna-

Aumentano molto i margini di manovra di gestori e Sgr

zionale, le società di gestione dovranno assicurare un controllo maggiore del rischio legato agli investimenti e dovranno rispettare gli standard europei per la realizzazione della documentazione legale e di vendita. Le principali linee guida stabilite dall'Unione europea sono tre: trasparenza, completezza e semplicità. A quest'ultima risponde l'obbligo di redigere un prospetto informativo semplificato che riassume le caratteristiche principali dell'investimento e ne illustri le performance storiche. Il prospetto semplificato deve affiancare quello integrale e può essere utilizzato in tutti gli stati membri. Tra le novità introdotte rientra anche lo statuto europeo di società di gestione, che consente alle stesse di

offrire servizi di amministrazione e commercializzazione di quote di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari.

I nuovi investimenti. Per le società di gestione e le Sicav si aprono, quindi, nuovi scenari. Sono soprattutto le società di gestione straniere, però, a proporre alla clientela questi nuovi prodotti, anche se da parte italiana la risposta alle novità europee sta piano piano crescendo.

Il gestore tradizionale, infatti, può utilizzare tecniche d'investimento tipiche degli hedge fund, andando a leva sul mercato. Anche questi ultimi sono stati al centro dell'attenzione del legislatore che, come previsto dal regolamento della Banca d'Italia, ha stabilito per i fondi non armonizzati la possibilità di investire in hedge fund fino al 20% del portafoglio.

Come già detto, la Ucits III consente l'utilizzo di nuovi strumenti finanziari: valori mobiliari e altri strumenti del mercato monetario, depositi bancari, quote di altri fondi, strumenti finanziari derivati negoziati su mercati regolamentati e sul mercato ristretto.

### cosa cambia

#### Le novità

- Introduzione del Passaporto europeo per le società di gestione
- Elaborazione di standardi europei per la realizzazione della documentazione legale e di vendita
- Ampliamento la gamma di investimenti per un Oicvm armonizzato
- Obbligo di migliorare il processo di gestione e controllo del rischio per gli investimenti
- Introduzione di uno statuto europeo per le società di gestione
- Introduzione di un Prospetto informativo semplificato

#### I nuovi strumenti di investimento per gli Oicvm

- Strumenti del mercato monetario
- Quote di altri fondi, armonizzati e non, in percentuali superiori a quelle previste
- Depositi bancari presso istituti di credito
- Prodotti finanziari derivati negoziati su mercati regolamentati o sul mercato ristretto (Otc)

I limiti. Diversi, però, i limiti posti dalla normativa Ue all'utilizzo dei nuovi strumenti. Ad esempio, il 10% del patrimonio del fondo può essere investito in valori mobiliari di uno stesso emittente, con la possibilità di portare il limite al 35% per strumenti emessi e garantiti da uno stato europeo, o al 25% per obbligazioni emesse da istituti di credito con sede in uno dei paesi dell'Unione europea. Il 20% del fondo, invece, può essere investito in depositi bancari rimborsabili a vista e con scadenza non superiore a un anno. Le società di gestione armonizzate possono investire fino al 20% dell'asset in Oicvm, limite che sale al 30% per quote di Oic diversi da Oicvm. Infine, per quanto riguarda gli investimenti in strumenti derivati, l'Ucits III stabilisce il divieto di superare il valore totale netto del portafoglio nella fase di esposizione massima.

Nel caso in cui si decidesse di investire su un mercato ristretto, inoltre, la normativa europea pone come limite di investimento il 10% delle attività di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, se l'ente creditizio ha sede in uno dei Paesi dell'Unione europea o è sottoposto a norme prudenziali equivalenti alle comunitarie, il 5% negli altri casi.

Daniela Russo