



**Politecnico  
di Torino**

## **Politecnico di Torino**

Collegio di Ingegneria Gestionale e della Produzione

### **Corso di Laurea in Ingegneria Gestionale**

Tesi di Laurea Magistrale

## **Fondi Comuni d'Investimento:**

esplorazione delle caratteristiche  
e analisi degli indici di performance

Relatore:

Prof. Riccardo Calcagno

Candidato:

Oscar Battilana

A.a. 2023/2024

*A mia madre e mio padre*

# INDICE

INTRODUZIONE .....	5
CAPITOLO 1 – IL RISPARMIO GESTITO .....	7
1.1 Cos'è il Risparmio Gestito .....	7
1.1.1 Risparmio gestito e amministrato a confronto .....	7
1.2 Gli strumenti del risparmio gestito .....	9
1.2.1 Gli Exchange Trade Fund (ETF).....	9
1.2.2 Le Gestioni Patrimoniali .....	13
1.2.3 I Fondi Pensione.....	14
1.2.4 Le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV).....	15
1.2.5 Le Polizze a Contenuto Finanziario .....	18
CAPITOLO 2 – I FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO.....	19
2.1 Cos'è un fondo comune di investimento .....	19
2.1.1 Principi di funzionamento dei fondi.....	20
2.1.2 La società di gestione .....	21
2.1.3 Esplorazione dell'attività di gestione .....	23
2.1.4 Il ruolo della banca depositaria.....	25
2.1.5 Modalità di collocamento delle quote.....	26
2.2 I diversi tipi di fondi di investimento.....	28
2.2.1 Fondi aperti e fondi chiusi .....	29
2.2.2 Distinzione dei fondi per asset class .....	32
2.2.3 La classificazione dei fondi per stile di gestione .....	41

2.3	I sottoscrittori a fondi comuni in Italia .....	44
CAPITOLO 3 – INDICE DI PERFORMANCE DEI FONDI .....		51
3.1	Definizione di Benchmark .....	53
3.2	Il rendimento di un fondo comune di investimento .....	54
3.2.1	Il metodo Time Weighted .....	55
3.2.2	Il metodo Money Weighted .....	56
3.3	Il rischio associato ad un fondo .....	58
3.4	Risk-adjusted performance .....	61
3.4.1	L'indice di Sharpe .....	62
3.4.2	L'indice di Treynor .....	64
3.4.3	L'indice di Sortino.....	65
3.4.4	L'alfa di Jensen.....	66
3.4.5	Il tracking error e l'information ratio .....	67
3.5	Il sistema di rating di Morningstar.....	68
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA.....		70
RINGRAZIAMENTI .....		71

# INTRODUZIONE

Nel panorama finanziario globale, l'investimento e la crescita del patrimonio personale o aziendale rappresentano obiettivi fondamentali per molti individui ed istituzioni.

Affrontare tale sfida richiede una comprensione approfondita delle strategie e degli strumenti disponibili al fine di ottimizzare le risorse finanziarie. In tal contesto, tre elementi cruciali emergono come pilastri.

In primo luogo, il risparmio gestito, che offre una vasta gamma di strumenti ed opportunità nel mercato finanziario, con varietà di veicoli di investimento e servizi di gestione disponibili intesi come guida essenziale rivolta a chiunque desideri navigare nel complesso mondo degli investimenti finanziari.

I fondi comuni di investimento, in particolare, offrono agli investitori un modo efficiente ed efficace per rendere il loro portafoglio diversificato, beneficiando della gestione professionale e della liquidità; la loro versatilità li rende utili per coloro che mirano al raggiungimento di obiettivi finanziari a lungo termine, preservando al contempo la flessibilità nell'accesso ai loro investimenti. Essi sono ampiamente utilizzati nei sistemi pensionistici e nelle strategie di investimento a lungo termine, sottolineando la loro rilevanza nell'accumulo di ricchezza e nel successivo raggiungimento degli obiettivi finanziari attesi.

La valutazione delle prestazioni di questi fondi è cruciale e tale è il ruolo giocato dagli indici di performance dei fondi. Nell'ampia categoria degli indici di performance, si annoverano esempi quali l'indice di Sharpe o l'indice di Sortino, partendo però dall'analisi e dall'approfondimento del concetto del benchmark quale parametro di confronto. Tali strumenti, oltre a fornire una misura obiettiva della performance, promuovendo la concorrenza e la qualità nell'industria dei fondi, tengono in considerazione dei rendimenti e del loro rischio, permettendo così agli investitori di prendere decisioni informate e adeguate in merito ai propri investimenti finanziari.

Tali elementi, che verranno descritti in modo dettagliato nel seguito del medesimo elaborato, si influenzano reciprocamente all'interno dell'ecosistema finanziario al fine di contribuire al soddisfacimento di enti quali famiglie, individui, imprese ed istituzioni finanziarie: mettono a disposizione per investitori soluzioni accessibili, variegata e gestite professionalmente con l'intento di accrescere il proprio patrimonio ed affrontare sfide in un ambiente economico in continua evoluzione.

# CAPITOLO 1 – IL RISPARMIO GESTITO

## 1.1 Cos'è il Risparmio Gestito

I fondi comuni di investimento sono il principale strumento utilizzato dagli operatori del risparmio gestito. È quindi opportuno, prima di esplorare le caratteristiche dei fondi e di analizzare gli indici di performance ad essi associati, approfondire il concetto di risparmio gestito e quali sono gli altri strumenti finanziari utilizzati.

Il risparmio gestito, quello delle gestioni patrimoniali, dei fondi comuni, delle polizze vita e dei fondi pensione, è l'espressione con la quale si intende l'insieme di attività delegate relative alla scelta finanziaria degli investitori. Anche un'impresa o un fondo pensione che conferisce il mandato di gestione ad un intermediario finanziario professionale rientra nella categoria del risparmio gestito.

I produttori di servizi di gestione sono molteplici, banche tradizionali, banche specializzate (come le private bank), società di gestione del risparmio (Sgr), società di intermediazione mobiliare (SIM), società di investimento a capitale variabile (SICAV), organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), e le loro attività principali riguardano la consulenza finanziaria per il risparmiatore e l'attività di gestione del portafoglio.

Dal punto di vista normativo, l'intero settore del risparmio gestito è attualmente disciplinato dal TUIF (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, decreto n. 58 del 24 febbraio 1998) e dai relativi regolamenti attuativi emanati dalla Consob e dalla Banca d'Italia.

### 1.1.1 Risparmio gestito e amministrato a confronto

Per comprendere meglio il concetto di risparmio gestito, è importante iniziare distinguendolo dal risparmio amministrato.

Il risparmio gestito implica che il risparmiatore affidi una parte dei suoi risparmi a un intermediario finanziario, che può essere una società di gestione del risparmio (SGR),

un intermediario collocatore, un promotore finanziario o una banca depositaria. Questo intermediario utilizza il capitale per creare un portafoglio di investimenti personalizzato, acquistando e vendendo strumenti finanziari in base al profilo di rischio e agli obiettivi di guadagno del cliente. L'investimento può avvenire attraverso fondi dedicati o esterni, con l'obiettivo di generare profitti per il risparmiatore.

Il gestore raccoglie i fondi dai risparmiatori e li combina con altri accantonamenti all'interno di un fondo comune. A seconda delle scelte del risparmiatore, è possibile modificare o diversificare gli investimenti, delegare la gestione a fondi interni o esterni, o ritirare parzialmente o completamente l'investimento dopo un periodo stabilito. Quando il fondo ottiene rendimenti positivi, i partecipanti ricevono profitti in base alla loro quota di partecipazione, mentre in caso di perdite, queste vengono distribuite tra tutti i risparmiatori in base alla quota sottoscritta. L'intermediario non è responsabile delle perdite se ha rispettato i termini del contratto.

Per gestire i fondi dei risparmiatori, l'intermediario utilizza diversi strumenti di investimento e risparmio, con uno stile e un focus specifici. Le società di gestione degli asset percepiscono commissioni per i servizi offerti, dedotte dai rendimenti, e devono pagare, per conto del risparmiatore, imposte sul reddito maturato nel portafoglio alla fine del periodo di gestione.

Nel caso del risparmio amministrato, invece, l'investitore affida i propri fondi a un intermediario attraverso un contratto di custodia e amministrazione, ma non delega la gestione degli investimenti. L'investitore rimane responsabile delle scelte di investimento, mentre l'intermediario si occupa delle questioni fiscali, calcolando e versando le imposte dovute in base all'operazione.

Le differenze principali tra il risparmio gestito e il risparmio amministrato riguardano la delega della gestione degli investimenti e i regimi fiscali associati. Entrambi permettono all'intermediario di occuparsi degli aspetti fiscali, ma nel risparmio gestito, l'investitore è esente da obblighi nei confronti del fisco e di pagamento delle

imposte fino alla maturazione del provento. Nel risparmio amministrato, invece, l'intermediario calcola e paga l'imposta a conclusione di ogni operazione.

In sintesi, il risparmio gestito coinvolge l'intermediario nella gestione degli investimenti e offre vantaggi fiscali legati alla tassazione del risultato netto della gestione maturato. Nel risparmio amministrato, l'investitore mantiene il controllo delle scelte di investimento, ma l'intermediario gestisce gli aspetti fiscali, con l'applicazione dell'imposta a conclusione di ogni operazione.

## 1.2 Gli strumenti del risparmio gestito

La molteplicità dei prodotti di risparmio gestito si compone di numerosi strumenti finanziari con caratteristiche anche molto differenti tra loro. Insieme ai fondi comuni d'investimento, che verranno trattati approfonditamente nel secondo capitolo, i più comuni strumenti utilizzati sono gli Exchange Trade Fund (ETF), le Gestioni Patrimoniali, i Fondi Pensioni, le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV), le polizze a contenuto finanziario, i Fondi Immobiliari e gli Hedge Funds.

Di seguito verranno analizzate le principali caratteristiche di alcuni degli strumenti del risparmio gestito elencati precedentemente, analisi supportata da esempi provenienti dalla realtà.

### 1.2.1 Gli Exchange Trade Fund (ETF)

Borsa Italiana riporta la seguente definizione di ETF: “con Exchange-Traded Fund, abbreviato ETF, viene identificata una specifica tipologia di fondo d'investimento a gestione passiva, negoziata in Borsa come un titolo azionario. Gli ETF si caratterizzano per avere come unico obiettivo quello di replicare fedelmente l'andamento e quindi il rendimento di indici azionari, obbligazionari o di materie prime”.

Ogni ETF è quindi correlato ad un determinato indice di mercato (rappresentativo di azioni, obbligazioni, commodities, ecc.) e ne segue strettamente l'andamento, in

quanto viene costituito tramite un portafoglio di titoli identico a quello del benchmark. Dal punto di vista finanziario, quindi, investire in un ETF equivale ad investire nel suo indice di riferimento.

Le caratteristiche fondamentali degli ETF sono:

1. Semplicità: gli ETF sono strumenti passivi il cui obiettivo di investimento è esclusivamente quello di replicare la performance dell'indice benchmark a cui fanno riferimento consentendo in modo immediato agli investitori di esporsi al mercato di interesse o alla strategia obiettivo. Operativamente gli ETF possono essere acquistati e venduti come se fossero delle azioni.
2. Trasparenza: gli ETF, replicando un indice di mercato, consentono agli investitori di essere perfettamente consapevoli del profilo rischio/rendimento del proprio investimento nonché del portafoglio di titoli a cui sono esposti. Essi hanno inoltre un prezzo che si aggiorna in tempo reale in funzione dell'andamento delle componenti dell'indice di riferimento e, quindi, l'investitore è costantemente a conoscenza della valorizzazione del proprio investimento, anche grazie alla pubblicazione giornaliera del valore ufficiale dell'ETF (NAV);
3. Flessibilità: gli ETF non hanno scadenza e contemporaneamente sono quotati in Borsa in tempo reale; l'investitore può quindi modulare in funzione dei propri obiettivi l'orizzonte temporale dell'investimento, che può andare dal brevissimo termine (trading intraday) al medio/lungo termine. Infine, considerando che la quota minima di sottoscrizione è pari ad una sola quota/azione, è possibile prendere posizione sugli indici di tutto il mondo anche per importi ridotti;
4. Economicità: la gestione passiva e la quotazione in Borsa consentono agli ETF di abbattere i costi della gestione attiva e quelli legati alla distribuzione, garantendo agli investitori l'accesso a mercati e a strategie di investimento altrimenti difficilmente raggiungibili con commissioni di gestione così ridotte;

5. Abbattimento del rischio emittente: gli ETF sono fondi o Sicav il cui patrimonio è per legge di esclusiva proprietà dei possessori delle quote/azioni dell'ETF. Di conseguenza anche nell'ipotesi di insolvenza delle società che si occupano della gestione, amministrazione e promozione del fondo, il patrimonio dell'ETF non verrebbe intaccato.

Un esempio di ETF categorizzato come Azionario Settore Tecnologia è ETC Group Global Metaverse UCITS ETF USD Accumulation. L'obiettivo d'investimento dichiarato è quello di seguire il prezzo e la performance, al netto delle commissioni e delle spese, di un indice che fornisce esposizione alle performance di aziende che potenzialmente trarranno vantaggio dall'adozione e dall'uso di tecnologie destinate a crescere e supportare il funzionamento del metaverso, che a volte viene definito come la prossima iterazione di Internet. Questo comprende aziende provenienti dai seguenti settori: realtà aumentata/virtuale, produzione di contenuti online, infrastruttura digitale, mercato digitale, videogiochi e pagamenti digitali. L'Indice in questione è l'indice Solactive ETC Group Global Metaverse. La composizione del fondo può essere analizzata nella Figura 1.2 fornita da Morningstar e aggiornata all'11/09/2023:



Figura 1.1 Composizione del fondo ETC Group Global Metaverse UCITS ETF USD Accumulation

Si può notare che, nonostante il fondo appartenga alla categoria Azionari Settore Tecnologia, seppur in una percentuale ridotta, siano presenti settori che a primo impatto non sembrano essere strettamente tecnologici (Beni di consumo ciclici e Finanza), ma si tratta di aziende che stanno investendo nel metaverso per utilizzarlo all'interno delle loro realtà.

Morningstar riporta, inoltre, il Grafico crescita (Figura 1.2) dal quale è possibile valutare l'andamento del fondo rispetto all'indice di categoria Morningstar MSCI World Information Technology Index:



**Figura 1.2 Grafico crescita (EUR) Morningstar**

Dal grafico crescita è possibile osservare l'andamento di un investimento di diecimila euro fatto al momento dell'istituzione dell'ETF. L'ETF preso in considerazione, ad oggi, sta ottenendo dei rendimenti positivi ma non come l'indice MSCI World Information Technology Index.

Riportando i rendimenti annuali % (EUR) in Figura 2.3 si può osservare questa tendenza in termini numerici:

Rendimenti Annuali % (EUR)	31/08/2023
Rendimento totale	31,08
+/- Indice	36,94
	-0,65

**Figura 1.3 Rendimenti Annuali % (EUR) Morningstar**

Un punto di forza degli ETF, come descritto sopra, è l'economicità. Infatti, l'ETC Group Global Metaverse UCITS ETF USD attualmente non esercita il diritto di applicare spese di sottoscrizione e rimborso. È riportato però nel KIID che i partecipanti autorizzati che negoziano direttamente con il Fondo potrebbero dover pagare una spesa di sottoscrizione fino ad un massimo del 5% e una spesa di rimborso fino ad un massimo del 3%. Tra le spese prelevate dal fondo in un anno, troviamo le spese correnti, che vengono corrisposte al Gestore, e sono pari allo 0,65%.

## 1.2.2 Le Gestioni Patrimoniali

Attraverso la gestione patrimoniale, un investitore affida la gestione del proprio patrimonio ad un soggetto autorizzato, che agisce in base a un mandato concordato tra le parti. I servizi di gestione patrimoniale mobiliare, noti come GPM, consentono ai risparmiatori di delegare la gestione dei loro beni a professionisti. Per soddisfare le diverse esigenze dei risparmiatori e investitori, è stata introdotta una varietà di servizi di gestione patrimoniale, ciascuno caratterizzato da livelli diversi di complessità, rischio e costo.

Nella pratica, il cliente delle Gestioni Patrimoniali effettua un deposito di denaro e, seguendo alcune linee guida più o meno vincolanti, autorizza la banca a gestire il capitale con l'obiettivo di ottenere profitti attraverso l'apprezzamento degli investimenti. Nelle GPM, la gestione del capitale è personalizzata, con un conto intestato al cliente e tutte le transazioni sono registrate a suo nome. Tuttavia, il

risparmiatore può influenzare in parte le decisioni sulla gestione del capitale, ma il gestore ha il potere di decidere come e quando investire o disinvestire.

La gestione patrimoniale per essere efficiente occorre di un capitale pari almeno a cinquecentomila euro, una cifra inferiore non consentirebbe di ottenere una diversificazione sufficiente, e un rapporto tra le parti di medio-lungo termine.

Di solito, i risparmiatori più esperti che utilizzano la gestione patrimoniale tendono, nel medio-lungo termine, ad aumentare le loro interazioni con i gestori e a fornire indicazioni più dettagliate sugli investimenti. A causa di queste caratteristiche, l'uso delle GPM richiede al risparmiatore una buona competenza finanziaria per prendere decisioni consapevoli e guidare correttamente il gestore nei suoi investimenti.

### 1.2.3 I Fondi Pensione

Il fondo pensione costituisce una forma di investimento ideata per garantire ai risparmiatori un reddito una volta conclusa la loro carriera professionale. Queste istituzioni, con personalità giuridica indipendente, raccolgono i contributi dei lavoratori (TFR, contributi individuali o del datore di lavoro) in base a accordi collettivi e li investono, con l'obiettivo di restituire l'importo accumulato sotto forma di pensione a vita o di capitale durante la pensione.

Da un punto di vista tecnico, il fondo pensione segue il principio della capitalizzazione: i contributi dei partecipanti vengono investiti nei mercati finanziari, in linea con il profilo di gestione scelto (che può essere azionario, obbligazionario, bilanciato o garantito), con l'intento di generare rendimenti. I rendimenti vengono poi a loro volta sommati ai contributi accumulati, aumentando il valore complessivo del capitale accumulato.

L'erogazione della pensione integrativa può avvenire in tre modalità distinte:

1. L'intero importo accumulato può essere convertito in una rendita vitalizia immediata, un pagamento mensile in aggiunta alla pensione pubblica fino alla

morte del pensionato. In alternativa, è possibile optare per altre forme di rendita, come quella reversibile, in cui il beneficiario indicato riceverà la rendita in caso di morte prematura del pensionato.

2. Fino al 50% dell'importo totale accumulato può essere richiesto in una singola somma, mentre la parte restante viene erogata sotto forma di rendita vitalizia.
3. Se la rendita ottenuta è inferiore a un certo ammontare determinato in base all'assegno sociale INPS, è possibile richiedere l'intero importo accumulato in una singola somma.

#### 1.2.4 Le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV)

Ricorrendo alla definizione fornita da Borsa Italiana “le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV) sono società per azioni a capitale variabile aventi per oggetto esclusivo l’investimento del proprio patrimonio, raccolto attraverso il collocamento presso il pubblico delle proprie azioni”.

Le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV) rientrano negli OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio) insieme ai fondi comuni d’investimento. La peculiarità delle SICAV, che rappresenta anche la differenza rispetto ai fondi comuni, è che l’investitore diventa azionista della società e, quindi, acquisisce una serie di diritti patrimoniali (diritto agli utili e al rimborso del capitale a seguito della richiesta di riscatto) e amministrativi. Analogamente ai fondi comuni, il capitale di una SICAV non è fisso, ma varia in funzione delle nuove sottoscrizioni e delle richieste di rimborso. Infatti, un investitore può sempre sottoscrivere nuove azioni e chiedere il rimborso delle stesse. Da ciò si evince anche la differenza principale rispetto alle società per azioni: il capitale sociale non è fisso, ma è pari al patrimonio netto, che varia in funzione delle nuove sottoscrizioni e dei rimborsi.

Analogamente ai fondi comuni anche le SICAV possono prevedere più comparti (SICAV multi-comparto) per ognuno dei quali viene emessa una categoria a sé stante di azioni; in tal caso ogni comparto costituisce un patrimonio autonomo e distinto.

Lo svantaggio principale delle SICAV è dovuto al fatto che questo tipo di investimento registra dei costi molto alti. Sono infatti presenti numerose commissioni:

- Commissioni di gestione;
- Commissioni di incentivo (relative ad eventuali utili);
- Commissioni una tantum per l'acquisto dei titoli;
- Commissioni una tantum per la cessione dei titoli;

Tali costi possono facilmente superare i 2 punti percentuali l'anno (2%), il che significa che ogni anno bisogna ottenere un rendimento del 2% per chiudere l'investimento in pari.

Un esempio di SICAV multi-comparto è CompAM Fund (Figura 1.4), una Sicav indipendente di diritto lussemburghese (Société d'Investissement à Capital Variable).



Figura 1.4 COMPAM FUND SICAV

In generale, la gestione di una SICAV può essere delegata ad una società esterna, come è il caso di CompAM. Infatti, la gestione è delegata alla società di gestione Compass Asset Management SA, società che dal 2007 è autorizzata dalla FINMA, Autorità di Vigilanza dei mercati finanziari, ad operare come Gestore di Fondi.

Tornando al concetto di multi-comparto, CompAM è composta da 14 comparti riportati in Figura 1.5.

Obbligazionari	Azionari	Flessibili
Active European Credit	Active Global Long/Short	Global Diversified
Active Emerging Credit	Active Global Equity	
Active Dollar Bond (USD)		
Fondi Multi-asset	Comparti in Advisory	
Flexible Bond	Active Liquid Strategy	
Global Flexible Blend	Cadence Strategic Asia	
	SB Bond	
	SB Flexible	
	SB Equity	
	SB Convex	

**Figura 1.5 Comparti di COMPAM FUND SICAV**

Dal Bilancio Revisionato del 2022 in Figura 1.6, si può osservare ogni comparto sia trattato in maniera separata. Infatti, come riportato sopra, ogni comparto costituisce un patrimonio autonomo e distinto. Il bilancio riporta i comparti attivi a fine dicembre 2022.

	YE 2021	YE 2022	Delta 21-22
Sub-funds	AUM	AUM	AUM
Active Emerging Credit	57,369,756	48,969,407	-8,400,349
Active Global Long/Short	18,451,345	11,275,438	-7,175,908
Active Liquid Strategy	10,818,353	7,971,429	-2,846,924
Active European Credit	109,858,232	111,139,039	1,280,807
Global Diversified	9,856,588	5,055,086	-4,801,502
Active Global Equity	35,339,903	24,802,380	-10,537,523
Acoro Global Equity Long Only	13,336,049	8,109,205	-5,226,844
<b>Total EUR</b>	<b>530,775,006</b>	<b>442,362,596</b>	<b>-88,412,410</b>

**Figura 1.6 Valore degli asset under management per comparto**

### 1.2.5 Le Polizze a Contenuto Finanziario

Le Polizze a Contenuto Finanziario, dette anche “polizze di capitalizzazione” o PCF, sono contratti con i quali:

- a) L’investitore (detto in questo caso investitore-contraente) versa un premio ad una impresa assicurativa (equivalente all’importo che si vuole investire);
- b) L’impresa assicurativa si impegna:
  - i. A restituire ad una scadenza prestabilita le somme ricevute aumentate degli interessi maturati nel corso della durata contrattuale;
  - ii. A fornire una garanzia di rendimento minimo, senza porre vincoli in riferimento alla durata della vita dell’investitore;

Le Polizze a Contenuto Finanziario si distinguono principalmente tra:

- Polizze assicurative unit-linked. Le polizze unit-linked prevedono che gli importi investiti dal risparmiatore vengano investiti in fondi di investimento interni o in OICR esterni. Alla scadenza del contratto, o se previsto al momento del riscatto, il capitale rimborsato dipende dal valore dei fondi interni o degli OICR esterni in cui sono stati investiti i premi. Inoltre, in caso di morte prematura dell’assicurato, i beneficiari della polizza hanno diritto al rimborso del capitale maturato alla data di liquidazione, maggiorato di una percentuale che varia in funzione dell’età dell’assicurato al momento del decesso.
- Polizze assicurative index-linked. Le polizze index linked prevedono che il risparmiatore versi tutto il capitale in un unico momento (a differenza del caso precedente dove i versamenti sono dilazionati). L’assicurazione si impegna a corrispondere un’eventuale remunerazione periodica e a restituire ad una scadenza prestabilita la somma investita, rivalutandola in funzione dell’andamento di un indice o di un parametro di riferimento esterno. Inoltre, in caso di morte prematura dell’assicurato, valgono le stesse dinamiche previste per le polizze unit-linked.

## CAPITOLO 2 – I FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO

### 2.1 Cos'è un fondo comune di investimento

Il Decreto Legislativo n. 58/1998 (Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria, TUIF) nell'articolo 1 fornisce una definizione del fondo comune di investimento come un "patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte".

I fondi comuni d'investimento, insieme alle società d'investimento a capitale variabile (SICAV), costituiscono un insieme di veicoli di investimento collettivo noti come Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr). Questa categoria di strumenti finanziari è stata soggetta a una regolamentazione specifica da parte dell'Unione Europea, in particolare attraverso la direttiva n. 85/611/CEE e successive modifiche. Gli Oicr, insieme alle banche, rappresentano il principale canale attraverso il quale individui e famiglie investono i loro risparmi.

L'Unione Europea ha stabilito una cornice normativa che disciplina la costituzione e il funzionamento degli Oicr, nonché i meccanismi di protezione degli investitori e dell'integrità del mercato. Ciò ha dato origine ai cosiddetti fondi armonizzati, che rispettano regole di base comuni a tutti gli Stati membri, compresa la fornitura di informazioni agli investitori. Questi fondi possono essere offerti in tutti i paesi dell'Unione Europea senza richiedere un'autorizzazione preventiva da parte delle autorità nazionali.

D'altra parte, gli Oicr non armonizzati si discostano in alcuni aspetti dalla normativa delle direttive dell'Unione Europea come recepite nei diversi ordinamenti nazionali. Questi fondi si caratterizzano per il fatto di perseguire obiettivi e strategie di gestione diverse dai modelli standard o di rivolgersi a investitori con un profilo di rischio più elevato rispetto alla media. Si tratta spesso di fondi speculativi o fondi riservati.

### 2.1.1 Principi di funzionamento dei fondi

I legislatori comunitario e nazionale hanno delineato l'organizzazione dei fondi comuni di investimento in tre ruoli ben definiti: la società di gestione del risparmio (SGR), la banca depositaria e la rete di vendita. In parallelo, hanno affidato la regolamentazione specifica delle attività dei fondi e la supervisione delle loro operazioni agli organismi pubblici incaricati di tutelare il risparmio e regolare il mercato finanziario (Banca d'Italia e Consob in Italia). Questa regolamentazione dettagliata è composta da norme di legge e regolamenti, con spazio anche per l'autodisciplina degli intermediari interessati, attraverso le loro associazioni professionali, come Assogestioni.

Gli investitori affidano i propri risparmi alle SGR, che devono gestire i fondi seguendo le linee guida e gli obiettivi definiti nel regolamento e illustrati nel prospetto informativo. I risparmiatori sono i beneficiari degli eventuali profitti ottenuti dalla gestione, ma non ne sono i proprietari legali poiché le quote di partecipazione non conferiscono i diritti di proprietà tipici delle azioni.

I risultati economici della gestione dei fondi dipendono principalmente dalle performance dei mercati finanziari in cui sono investiti gli strumenti del portafoglio del fondo. Tuttavia, sono anche influenzati dalle competenze e dalle strategie delle persone e delle strutture utilizzate dalla SGR per selezionare gli strumenti finanziari da comprare o vendere (selezione dei titoli) e per determinare il momento delle operazioni (timing di mercato).

Dal punto di vista dell'investitore, una performance positiva del fondo si tradurrà in un aumento del valore delle sue quote e, talvolta, in distribuzioni di proventi. In caso di performance negativa, invece, si avrà una diminuzione del valore delle quote e quindi una perdita di capitale se l'investitore decide di riscattare o vendere le quote. È importante valutare le performance del fondo non solo in termini assoluti ma anche in termini relativi, confrontandole con un parametro di riferimento (benchmark) indicato dalla SGR o dalla SICAV nel prospetto informativo. Rendimenti superiori al benchmark indicano che il gestore ha superato il mercato, mentre rendimenti inferiori

suggeriscono che l'investitore avrebbe potuto ottenere risultati migliori seguendo il benchmark.

Per quanto riguarda la posizione dell'investitore, è importante notare che il possesso delle quote non conferisce diritti di controllo sulla gestione della SGR o sulle decisioni relative agli investimenti. L'investitore ha il diritto di ricevere informazioni sull'andamento della gestione ma non ha il potere di influenzare le decisioni operative. L'investitore ha anche la possibilità di riscattare le quote in qualsiasi momento, ottenendo il valore corrispondente al Net Asset Value (NAV) del fondo. Il NAV è calcolato come il rapporto tra la somma dei valori di mercato delle attività del portafoglio di un fondo comune di investimento e il numero di quote in circolazione. Analiticamente si avrà:

$$NAV = \frac{(\text{prezzo di mercato dei titoli} * \text{quantità}) + \text{liquidità}}{\text{numero quote in circolazione}}$$

Oltre ad indicare il prezzo di rimborso, il NAV rappresenta anche il prezzo che un investitore dovrebbe versare per sottoscrivere nuove quote.

È importante notare che il patrimonio del fondo è separato da quello della SGR e da altri fondi gestiti dalla stessa società. Questa separazione offre una garanzia indiretta ai partecipanti, poiché i loro diritti sono limitati al patrimonio separato, al sicuro da confusione con altri investimenti o da azioni dei creditori della SGR o di altri fondi gestiti. Il patrimonio del fondo è dunque protetto ed autonomo ed i creditori dei partecipanti possono rivolgersi alle quote ma senza poter aggredire direttamente i beni del fondo comune.

### 2.1.2 La società di gestione

Figura centrale della struttura organizzativa di un fondo di investimento è la società di gestione del risparmio. I controlli di vigilanza sul lavoro delle Sgr sono svolti da

Banca d'Italia, Consob e Ministero dell'economia e delle finanze. Questi sono modellati nella loro impostazione e nelle modalità applicative, su quelli previsti per le banche, anch'esse incaricate di gestire un'elevata mole di mezzi finanziari per conto di un'ampia compagine di contraenti deboli, quali si presumono siano i depositanti. Tra le più rilevanti disposizioni di vigilanza di competenza della Banca d'Italia si possono ricordare: la necessità dell'autorizzazione preventiva alla costituzione, che è condizionata dall'esistenza di un capitale minimo, dalla presentazione di un adeguato piano di attività e dalla valutazione dell'idoneità dei partecipanti al capitale per assicurare una gestione sana e prudente e a non pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza, la disciplina in tema di adeguatezza patrimoniale, le norme in tema di prospetti contabili e di bilancio, l'assoggettamento a vigilanza cartolare e a verifiche ispettive.

Alla Sgr è anzitutto demandato il compito di promuovere il fondo, cioè di provvedere alla sua costituzione e di raccogliere mezzi finanziari presso i risparmiatori mediante l'emissione e il collocamento delle quote. In secondo luogo, la Sgr deve gestire le disponibilità monetarie ottenute dai partecipanti investendole nelle categorie di strumenti indicati nel regolamento del fondo e nel prospetto informativo predisposti dalla Sgr e sottoposti all'approvazione della Banca d'Italia. Infine, nel caso dei fondi aperti, la Sgr ha la responsabilità di procedere al rimborso delle quote del fondo al partecipante che abbia esercitato la facoltà di riscatto, mettendo a disposizione di quest'ultimo il corrispondente controvalore nei tempi e nei modi indicati nel prospetto informativo. Essa è perciò contrattualmente e direttamente obbligata ad assicurare al partecipante la possibilità di liquidare le quote acquistate nel momento in cui intende interrompere l'investimento.

A fronte del mandato uniforme ricevuto da ciascuno dei partecipanti al fondo la Sgr assume l'obbligo di gestire professionalmente i mezzi finanziari da essi forniti investendoli negli assets secondo le modalità, gli obiettivi e i vincoli indicati nel regolamento e nel prospetto informativo del singolo fondo. Può essere utile ricordare

che nei confronti dei partecipanti la Sgr assume un'obbligazione cosiddetta di fare e non di risultato: in altri termini, essa si impegna a predisporre persone e strutture idonei a svolgere un servizio di gestione collettiva qualificato ed efficace, ma non a realizzare un risultato economico predeterminato.

Concentrando il focus sui gestori di fondi aperti, tipologia di fondo che verrà illustrata nel dettaglio in un prossimo paragrafo, è possibile osservare in Figura 2.1 l'andamento delle società di gestione appartenenti al gruppo che, nel secondo trimestre del 2023, ha riportato il valore di patrimonio gestito più alto, ovvero il Gruppo Intesa San Paolo.

	Raccolta netta	Patrimonio gestito		Patrimonio gestito netto fondi gruppo	Raccolta netta (promossa)	Patrimonio promosso
	Min euro	Min euro	%	Min euro	Min euro	Min euro
<b>1 GRUPPO INTESA SANPAOLO</b>	<b>-1.653,8</b>	<b>250.676</b>	<b>22,5%</b>	<b>218.783</b>	<b>-1.713,8</b>	<b>247.703</b>
EURIZON	-1.419,3	207.875	18,7%	177.095	-1.426,1	204.912
EURIZON CAPITAL SGR SPA	-4.119,2	139.271	12,5%	110.576	-2.523,3	49.456
EURIZON CAPITAL SA	-540,1	44.613	4,0%	44.523	-929,2	113.149
EPSILON ASSOCIATI SGR SPA	3.528,1	21.859	2,0%	19.910	3.911,7	15.806
EURIZON SLJ CAPITAL LTD	-288,1	2.132	0,2%	2.086		
EURIZON INVESTMENT SICAV	0,0	0	0,0%	0	-1.123,3	15.670
EURIZON AM SICAV	0,0	0	0,0%	0	-762,0	10.830
FIDEURAM	-234,5	42.802	3,8%	41.688	-287,7	42.791
FIDEURAM ASSET MANAGEMENT IRELAND	-341,3	40.294	3,6%	39.220	-359,6	29.627
FIDEURAM ASSET MANAGEMENT SGR SPA	106,9	2.507	0,2%	2.468	105,7	2.263
INTERFUND SICAV	0,0	0	0,0%	0	-33,7	10.901

Figura 2.1 Società di gestione di fondi aperti del Gruppo Intesa San Paolo

### 2.1.3 Esplorazione dell'attività di gestione

La Società di Gestione del Risparmio (Sgr) assume un ruolo cruciale nell'operatività dei fondi comuni di investimento. Essa supervisiona il capitale affidatole dai risparmiatori, impiegando il suo staff composto dai gestori, individui altamente qualificati con una profonda comprensione del mercato finanziario.

Nonostante le competenze richieste possano variare a seconda del tipo di fondo, i gestori sono obbligati a condurre le loro operazioni in accordo con il Testo Unico della Finanza, agendo sempre con diligenza, correttezza e trasparenza a vantaggio dei partecipanti al fondo e dell'integrità del mercato.

La Sgr promotrice, responsabile della creazione del fondo, può delegare le decisioni di investimento in specifiche categorie di strumenti o mercati che richiedono competenze specializzate a un'altra Sgr o a intermediari finanziari abilitati. Resta però responsabile del corretto svolgimento delle attività delegate, assicurandosi di esercitare il pieno controllo sulla loro esecuzione e intervenendo tempestivamente in caso di necessità.

La gestione avviene a livello collettivo e non su base individuale, come è comune nei servizi di gestione patrimoniale. Ciò significa che viene condotta nell'interesse di un gruppo numeroso e mutevole di soggetti, senza titoli specifici sulle componenti del patrimonio comune del fondo.

La gestione implica operazioni di acquisto, vendita e altre azioni amministrative per aumentare il valore del fondo e distribuirne i proventi ai partecipanti, nel rispetto delle leggi, delle norme di vigilanza e del regolamento del fondo. Il regolamento e il prospetto informativo di ogni fondo specificano le classi di strumenti in cui il gestore può investire e riassumono la politica di gestione che sarà seguita, inclusi i criteri per la costruzione del portafoglio.

Questa politica di gestione è rappresentata dal cosiddetto benchmark, un indice che riflette la composizione ideale del portafoglio del fondo in termini di asset class. Ad esempio, un fondo azionario Europa potrebbe avere un benchmark composto al 80% da Msci Europe e al 20% dall'indice di capitalizzazione composta lorda Mts. Questa allocazione strategica a lungo termine viene mantenuta, ma il gestore può adattarla in base alle condizioni di mercato (market timing) senza stravolgere l'allocazione strategica, salvo nei fondi flessibili che non hanno vincoli di composizione.

Successivamente, si selezionano gli strumenti finanziari all'interno di ciascuna asset class. I criteri di selezione variano in base allo stile di gestione, che può privilegiare titoli a maggiore capitalizzazione, titoli con dividendi stabili, o titoli con elevato potenziale di crescita.

Una volta stabiliti i titoli, i gestori definiscono le dimensioni e il tipo di transazioni e trasmettono gli ordini a intermediari, indicando eventuali condizioni per l'esecuzione. Solitamente, preferiscono intermediari con cui la Sgr ha rapporti consolidati, capaci di offrire l'esecuzione più tempestiva e conveniente in termini di commissioni. Grazie all'alto volume di ordini, la Sgr può negoziare condizioni di costo più vantaggiose, il che beneficia indirettamente i detentori delle quote del fondo.

La frequenza delle operazioni varia in base allo stile di gestione, alla natura degli strumenti finanziari e alle condizioni di mercato, cercando di evitare un'elevata rotazione del patrimonio che potrebbe comportare costi di transazione eccessivi senza un miglioramento del rendimento.

#### **2.1.4 Il ruolo della banca depositaria**

Dopo l'esecuzione di ciascuna operazione, questa deve essere immediatamente attribuita al fondo per il quale è stata ordinata e deve essere registrata nella sua contabilità. Questo passo è essenziale per calcolare tempestivamente il valore del patrimonio netto (net asset value) e, di conseguenza, il valore unitario della quota, nonché per determinare le commissioni dovute alla Sgr in base alle attività svolte.

La responsabilità del calcolo del valore unitario della quota, nonché dell'emissione e del rimborso delle quote, ricade completamente sulla Sgr che ha istituito il fondo. La banca depositaria, tuttavia, affianca la Sgr in queste attività ed è un ulteriore livello di garanzia esterno per gli investitori nei fondi comuni di investimento o nelle Sicav. Organizzativamente e funzionalmente, le operazioni della banca depositaria sono separate da quelle della Sgr, assicurando che quest'ultima agisca sempre nell'interesse dei partecipanti.

La banca depositaria, autorizzata a svolgere queste funzioni in base ad un'apposita struttura, è tenuta inizialmente a verificare che le operazioni ordinate dalla Sgr siano conformi alla legge, al regolamento, allo statuto e alle direttive di vigilanza. Questo

controllo riguarda anche la composizione complessiva degli investimenti del fondo o della Sicav.

Inoltre, la banca depositaria deve assicurarsi che ogni operazione effettuata per conto del fondo sia stata eseguita correttamente secondo le migliori pratiche di mercato e che sia stata completata puntualmente, sia per quanto riguarda la consegna dei titoli in caso di acquisto da parte del fondo che per l'incasso del prezzo concordato in caso di vendita.

La normativa richiede anche alla banca depositaria di custodire gli strumenti finanziari e la liquidità del fondo, separandoli fisicamente dal patrimonio della Sgr e dagli altri fondi da essa istituiti, a vantaggio della tutela dei partecipanti.

La Sgr può delegare alla banca depositaria il compito di calcolare il valore unitario della quota, stipulando un'apposita convenzione che prevede l'obbligo di fornire tutte le informazioni e la documentazione necessarie e definisce chiaramente il procedimento di valutazione. Tuttavia, spesso è la stessa Sgr a effettuare direttamente il calcolo, e in questo caso, la banca depositaria è obbligata per legge a verificare la correttezza dei valori ottenuti.

Infine, presso la banca depositaria, vengono gestite anche le operazioni di emissione ed estinzione dei certificati delle quote, così come la distribuzione dei proventi ai partecipanti. La disciplina dei fondi comuni di investimento e delle Sicav assegna alla banca depositaria una serie di ruoli e responsabilità cruciali, per i quali riceve una commissione, addebitata direttamente al patrimonio del fondo, solitamente corrispondente allo 0,10% annuo del patrimonio del fondo. È importante notare che in molti casi la Sgr, i cui dirigenti devono soddisfare requisiti di indipendenza stabiliti dalla Banca d'Italia, fa parte dello stesso gruppo della banca depositaria.

### 2.1.5 Modalità di collocamento delle quote

Focalizzando l'attenzione sul terzo elemento cruciale nel funzionamento del sistema dei fondi, è importante notare che, mentre la Società di Gestione del Risparmio (Sgr)

è invariabilmente responsabile della promozione e dell'istituzione dei fondi, in conformità con le procedure autorizzative e gli obblighi informativi previsti dalla normativa, la distribuzione delle quote può essere delegata, in tutto o in parte, a entità distinte che contribuiscono a formare quella che si può definire come la rete di vendita dei fondi stessi.

È inusuale che la Sgr (o la Sicav) disponga di un numero sufficientemente ampio di propri uffici o sedi diffusi sul territorio, che le permettano di gestire direttamente la distribuzione delle quote tra il pubblico dei risparmiatori e di gestire altre operazioni relative alla circolazione e al rimborso delle quote. Nella maggior parte dei casi, per il collocamento e la gestione dei rapporti con gli investitori, la Sgr si affida alle reti di distribuzione delle banche, del medesimo gruppo al quale appartiene: ciò include sportelli, filiali dedicate alla gestione del risparmio, strutture di private banking, promotori finanziari che lavorano per conto delle società di intermediazione mobiliare affiliate o partecipate dalle banche, specializzate nella raccolta degli ordini o nella gestione patrimoniale individuale.

Le reti di vendita rivestono un ruolo fondamentale nella distribuzione e nella diffusione dei fondi di investimento tra il pubblico dei risparmiatori. In Italia e all'estero, i fondi di maggiore dimensione spesso appartengono ai principali gruppi bancari o assicurativi, che dispongono di reti estremamente estese in grado di interagire frequentemente ed efficacemente con i clienti. Inoltre, si prevede spesso la possibilità di sottoscrivere fondi online o per telefono.

Di norma, in Italia, i grandi gruppi vendono principalmente i propri fondi e fungono quindi da distributori monomarca, con l'obiettivo di beneficiare di tutta la catena del valore, comprese le commissioni di gestione e di distribuzione. Tuttavia, le tendenze più recenti si orientano verso un'offerta di fondi multimarca, per offrire ai clienti una gamma più ampia di scelte tra gestori con diverse caratteristiche e competenze professionali.

La Figura 2.2 riporta con quali canali e la relativa percentuale con la quale i fondi sono venduti ai risparmiatori nel panorama italiano. Per i fondi italiani, il 95% dell'investimento complessivo è distribuito tramite sportelli bancari. Il peso dei fondi distribuiti dalle reti di consulenti finanziari aumenta sensibilmente tra i prodotti esteri: per quelli a distribuzione concentrata è pari al 27%, per i fondi cross border sale al 45%.

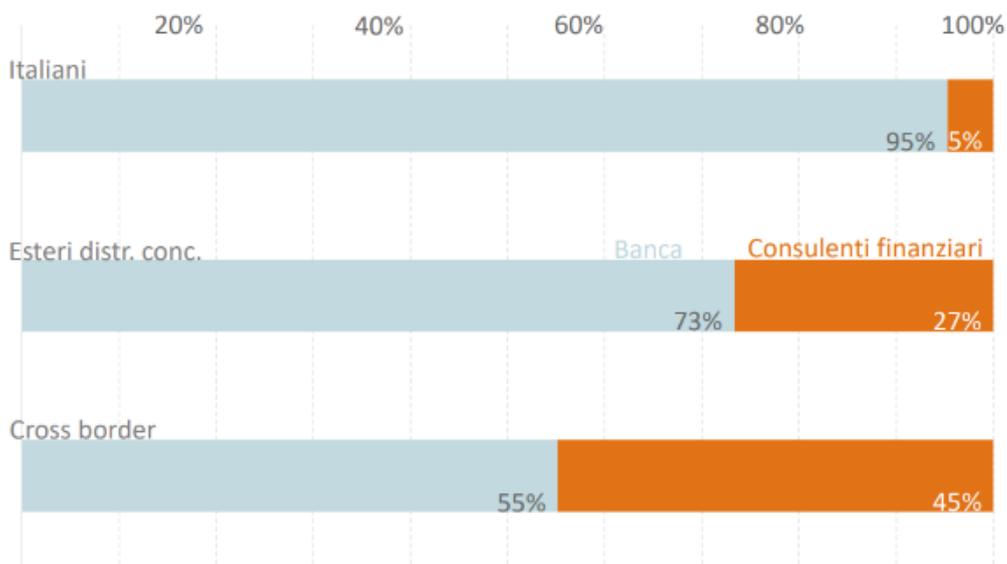


Figura 2.2 Canali di vendita per tipologia di fondo

## 2.2 I diversi tipi di fondi di investimento

Nonostante siano regolati dallo stesso gruppo di leggi e regolamenti e seguano un modello organizzativo omogeneo, i fondi presentano significative differenze tra di loro.

Dal punto di vista dell'investitore che deve definire l'allocazione dei propri risparmi, i fondi possono essere classificati in funzione:

- 1) Delle modalità e dei tempi con i quali le quote vengono emesse e riscattate (distinzione tra fondi aperti e fondi chiusi);
- 2) Della tipologia di asset in cui il patrimonio del fondo è investito (obbligazioni, azioni, immobili, ecc.);
- 3) Dello stile di gestione.

Inoltre, per decidere l'investimento in un determinato fondo occorre comprenderne il profilo di rischio/rendimento, cioè il rendimento che si può verosimilmente ottenere da quel fondo nell'orizzonte temporale predefinito e il grado di rischio che questo rendimento non si realizzi e che addirittura il risultato della gestione sia negativo. Il profilo di rischio/rendimento dipende da tutti e tre i sopracitati elementi che determinano la classificazione: tempi di riscatto, tipologia di asset e stile di gestione. Seguendo il lavoro svolto da Francesco Cesarini e Paolo Gualtieri nel libro "I fondi comuni d'investimento" e dalle classificazioni proposte da Assogestioni è possibile fornire una panoramica completa delle tipologie di fondi presenti sul mercato del risparmio gestito.

### 2.2.1 Fondi aperti e fondi chiusi

La prima importante distinzione è tra i fondi aperti e i fondi chiusi. Essa fa riferimento innanzitutto alle modalità di emissione delle quote che avviene continuamente e a prezzi che giornalmente si formano nel caso dei fondi aperti e delle Sicav, mentre nel caso dei fondi chiusi l'emissione ha luogo durante un arco di tempo prestabilito, ad un prezzo prefissato ed entro limiti quantitativi comunicati ex ante dalla Sgr.

Di maggior rilievo per definire il profilo di rischio/rendimento sono le differenze riguardanti le modalità di disinvestimento consentite ai detentori delle quote. Nei fondi aperti l'investitore ha diritto di chiedere in ogni momento il riscatto della quota, come nel caso delle SICAV. Nei fondi chiusi invece il diritto al riscatto delle quote matura, in generale, soltanto al termine della durata prevista del fondo quando avrà avuto luogo il disinvestimento; sono peraltro ammessi riscatti parziali nei tempi e con le modalità specificate nel regolamento. Modalità di riscatto del tutto simili ai fondi chiusi hanno le Sicar (società di investimento nel capitale di rischio).

Questa differente modalità di riscatto delle quote rende i fondi aperti e le Sicav adatti per l'investimento in titoli quotati che sono facilmente negoziabili e quindi liquidabili,

mentre rende i fondi chiusi e le Sicar adatti all'investimento in assets poco liquidi come le azioni e le obbligazioni non quotate, i crediti e gli immobili.

Infatti, nei fondi aperti per fronteggiare le richieste di riscatto delle quote il gestore deve essere in grado di vendere gli strumenti finanziari che detiene in portafoglio prontamente e senza eccessivi sacrifici di prezzo; inoltre, poiché talvolta i riscatti diventano numerosi e si concentrano nel tempo, il gestore deve mantenere in forma liquida una parte del patrimonio.

Nei fondi chiusi invece il patrimonio è per definizione al riparo da oscillazioni quantitative originare dalle decisioni dei detentori delle quote e il gestore potrà da un lato impiegare totalmente i mezzi a sua disposizione negli strumenti ammessi dal regolamento e dall'altro adottare le proprie scelte valutando rendimento e rischio dei singoli investimenti e dell'intero portafoglio in un'ottica di medio-lungo periodo.

Per queste sue caratteristiche il fondo chiuso ben si presta per investire nel capitale di società non quotate per aiutarle nelle diverse fasi di sviluppo; sotto questo profilo i fondi chiusi cosiddetti di Private Equity si distinguono in:

- 1) Fondi di seed money, che forniscono capitali ad imprese appena avviate;
- 2) Fondi di venture capital, che forniscono capitali ad imprese nella prima fase del ciclo di vita;
- 3) Fondi di sviluppo, che investono in imprese già affermate e mature;
- 4) Fondi di turnaround, che investono in imprese in crisi.

L'investimento in fondi chiusi da un lato richiede un orizzonte temporale medio-lungo, dall'altro comporta rischi generalmente più elevati rispetto all'investimento in fondi aperti; essi sono essenzialmente dovuti alla scarsa liquidità dei titoli detenuti dal fondo, alla minore trasparenza delle informazioni relative alle società non quotate e alle maggiori difficoltà nel valutare le prospettive di crescita del loro valore.

Inoltre, un elemento che rende diverso l'investimento in fondi aperti da quello in fondi chiusi è che nei primi il NAV viene calcolato quotidianamente, e pubblicato sui giornali finanziari affinché l'investitore possa facilmente prenderne conoscenza, mentre nei secondi la valutazione avviene con periodicità più lunga (solitamente mensile) ed è meno trasparente; infatti, mentre il valore delle quote di un fondo aperto riflette il valore corrente degli assets che compongono il patrimonio, il valore di un fondo chiuso dipende dalle stime che la società di gestione e la banca depositaria effettuano. Tale problema di valorizzazione delle quote è così rilevante che spesso i fondi chiusi valutano gli strumenti finanziari detenuti in portafoglio al loro prezzo di acquisto fintantoché il disinvestimento non è realizzato.

Considerano il mondo dei fondi chiusi, in particolare quello dei fondi di Private Equity, un esempio del funzionamento dei fondi di sviluppo è dato dal caso dell'azienda vinicola abruzzese Fantini Group Vini (Figura 2.3). Nel gennaio 2013 il fondo di 21 Investimenti, guidato da Alessandro Benetton, aveva rilevato la maggioranza della società dai soci non operativi dell'azienda, superando il 50% del capitale. Nel 2016, a tre anni e mezzo dall'acquisizione, 21 Investimenti ha ceduto la maggioranza del capitale (62,4%) a NB Renaissance Partners, fondo di private equity nato nel 2015 dalla partnership tra Neuberger Berman e Intesa Sanpaolo, che ha acquistato anche un ulteriore 13% dai soci storici, salendo al 75% del capitale complessivo. All'epoca Fantini Wines fu valutata attorno a 7 volte l'EBITDA atteso per il 2016, che era visto al 20% del fatturato stimato a 56 milioni di euro per la fine di quell'anno, per un enterprise value quindi attorno ai 70 milioni di euro. Nei tre anni di investimento di NB Renaissance Partners, i ricavi di Fantini sono aumentati del 13% in media all'anno da 52 milioni di euro nel 2016 a più di 76 milioni di euro nel 2019 e l'EBITDA è aumentato del 18% all'anno a più di 17 milioni di euro nel 2019. Il margine EBITDA è aumentato quindi dal 20,6% nel 2016 al 23% nel 2019. Nel marzo 2020 l'azienda vinicola è stata acquistata per il 100% dalla società di investimento americana

Platinum Equity (Figura 2.4). Platinum ha acquistata Fantini sulla base di un enterprise value di circa 170 milioni di euro, quindi con un multiplo dell'EBITDA di circa 10 volte.



Figura 2.3 Fantini Wines



Figura 2.4 Platinum Equity

### 2.2.2 Distinzione dei fondi per asset class

Ogni fondo si caratterizza per avere una composizione del portafoglio predefinita in termini di asset class. Le tre principali asset classes nelle quali può essere investito il risparmio sono i titoli di debito, le azioni e gli immobili; di conseguenza le macrocategorie principali di fondi sono appunto costituite dai fondi di liquidità e dai fondi obbligazionari, che investono in titoli di debito, dai fondi azionari e dai fondi immobiliari. All'interno di queste macrocategorie vi sono poi delle ulteriori classificazioni in funzione delle specializzazioni in termini di composizione del portafoglio. Ad esempio, la categoria fondi obbligazionari comprende quelli specializzati in obbligazioni societarie, quelli che investono esclusivamente in titoli di stato emessi da paesi dell'area euro, ecc. Tra i fondi azionari vi sono quelli specializzati in azioni italiane, in azioni europee, in azioni di altri paesi o in azioni di società appartenenti a specifici settori, ecc. Anche nei fondi immobiliari vi sono differenti specializzazioni: ad esempio esistono fondi che investono prevalentemente in immobili ad uso commerciale e a reddito e fondi che investono in aree da riconvertire e sviluppare (ad esempio, immobili industriali da trasformare in residenziali). Inoltre, poiché il gestore, nei limiti previsti dal regolamento del fondo, può discostarsi dalla composizione del portafoglio predefinita i fondi vengono classificati anche in funzione

del grado di flessibilità consentito nelle scelte di investimento. Ad esempio, mentre i fondi azionari devono avere almeno il 70% del patrimonio investito in azioni, quelli cosiddetti flessibili possono modificare l'investimento azionario in misura assai considerevole a taluni addirittura prevedono nel regolamento che il patrimonio in certi momenti possa essere interamente investito in azioni e in altri possa essere investito totalmente in titoli di debito.

Avendo a mente i due criteri di classificazione, il grado di flessibilità e il livello di specializzazione, per avere una linea di orientamento si può far riferimento alla classificazione elaborata da Assogestioni. La classificazione Assogestioni costituisce un importante punto di riferimento per la valutazione di primo livello delle caratteristiche dei fondi comuni. Con la classificazione Assogestioni le società di gestione hanno a disposizione uno strumento conosciuto e compreso da tutto il pubblico degli investitori, capace pertanto di definire e caratterizzare l'offerta dei propri prodotti di investimento in modo chiaro e condiviso.

La classificazione dei fondi comuni si articola innanzitutto in cinque macrocategorie:

- Azionari
- Bilanciati
- Obbligazionari
- Liquidità
- Flessibili

Ogni macrocategoria si contraddistingue per la percentuale minima e massima di investimento azionario, ossia identifica i parametri per l'asset allocation di base (azionaria-obbligazionaria) e per i fattori di rischio che la caratterizzano.

In particolare, si ha:

- Fondi di liquidità. Non possono investire in azioni e i fattori di rischio sono la valuta di denominazione, il merito di credito dell'emittente e la duration del portafoglio.

- Fondi obbligazionari. Non possono investire in azioni (con l'eccezione dei fondi obbligazionari misti che possono investire da 0% al 20% del portafoglio in azioni) e i fattori di rischio riguardano il mercato e il rischio di credito.
- Fondi bilanciati. Investono in azioni per importi che vanno dal 10% al 90% del portafoglio e il fattore di rischio è proprio la proporzione della componente azionaria. I fondi bilanciati inoltre, sono classificati in base alla percentuale di azioni in Bilanciati azionari (50% - 90% di azioni), Bilanciati (30% - 70% di azioni) e Bilanciati obbligazionari (10% - 50% di azioni).
- Fondi azionari. Investono almeno il 70% del proprio portafoglio in azioni e tra i fattori di rischio troviamo la giurisdizione dell'emittente e la specializzazione settoriale.
- Fondi flessibili. Non hanno vincoli di asset allocation azionaria (0% - 100%) e nessun fattore di rischio comune.

Tutte le categorie azionarie sono caratterizzate da un investimento principale pari almeno al 70% del portafoglio in azioni con emittente oppure specializzazione settoriale definita dalla categoria e da un investimento residuale pari al massimo al 30% del portafoglio in titoli obbligazionari di qualunque emittente e in liquidità nella valuta del mercato di definizione oppure in euro.

Le categorie azionarie sono riportate in Figura 2.5:

Categorie azionarie	Investimento principale (azioni)						Investimento residuale (obblig. e liquidità)			
	investimento minimo (%)	Paesi					Settori (GICS)	investimento massimo (%)	Valuta	
		Italia	euro	Europa (d.c.)	America (d.c.)	Pacifico (d.c.)			emergenti	euro
Azionari Italia	70						*	30		
Azionari area euro	70						*	30		
Azionari Europa	70						*	30		
Azionari America	70						*	30		
Azionari Pacifico	70						*	30		
Azionari paesi emergenti	70						*	30		
Azionari paese	70	paese/gruppo paesi come da regolamento					*	30		
Azionari internazionali	70	*					*	30	*	
Azionari energia e materie prime	70	*					10-15	30	*	
Azionari industria	70	*					20	30	*	
Azionari beni di consumo	70	*					25-30	30	*	
Azionari salute	70	*					35	30	*	
Azionari finanza	70	*					40	30	*	
Azionari informatica	70	*					45	30	*	
Azionari servizi di telecomunicazione	70	*					50	30	*	
Azionari servizi di pubblica utilità	70	*					55	30	*	
Azionari altri settori	70	*					q.c.	30	*	
Azionari altre specializzazioni	70	fondi specializzati come da regolamento						30	*	

\*: non rilevante d.c.: paesi sviluppati q.c.: qualunque combinazione

Figura 2.5 Schema riassuntivo delle caratteristiche dell'investimento dei fondi appartenenti alle categorie azionarie

Per comprendere al meglio i fondi azionari si riporta l'esempio di uno dei fondi più innovativi, operante principalmente nel campo dell'intelligenza artificiale, proposto da Banca Generali, il fondo LUX IM AI & Data DXL. Il comparto investe in un portafoglio diversificato di aziende che beneficiano dell'innovazione del settore informatico. Il portafoglio si focalizza in particolare verso la selezione di società attive nei settori correlati alla tecnologia dei dati, tra cui l'AI, l'elaborazione dei dati e della sicurezza informatica. In Figura 2.6 è riportata l'anagrafica completa del fondo.

BANCA GENERALI PRIVATE		LUX IM AI & Data DXL	
<b>ANAGRAFICA COMPLETA</b>			
<b>DATI GENERALI</b>			
Divisa		EUR	
Asset Manager	BG FUND MANAGEMENT LUXEMBOURG SA		
Società di gestione	BG Fund Management Luxembourg S.A.		
N. titoli investiti		98	
Patrimonio del fondo		58.357.627	
ISR		10,03	
<b>CATEGORIE</b>			
Macrotipologia		Fondi	
Categoria Assogestioni		-	
Categoria M*		Sector Equity Technology	
<b>CONDIZIONI DI SOTTOSCRIZIONE</b>			
Data agg.		15/09/2023	
Ultimo prezzo		102,08	
Importo minimo iniziale (€)		-	
Importo minimo successivo (€)		-	
Modalità sottoscrizione		PIC PAC	
Importo illiquido		No	
<b>COMMISSIONI</b>			
Regime Commissionale		LOAD	
Classe Commissionale		Classe D	
Comm. sott. max (%)		3,00	
Comm. di gestione (%)		2,10	
Comm. di distrib. (%)		0,00	
Altri Oneri (%)		0,48	
Spese correnti (%)		2,58	

Figura 2.6 Anagrafica completa del fondo LUX IM AI & Data DXL – Banca Generali

Il fondo appartiene alla categoria settoriale Azionari Tecnologia, una delle nove categorie settoriali. Queste categorie settoriali si caratterizzano per un investimento principale in azioni con emittente qualunque ma appartenenti ad uno o più settori definiti dal Global Industry Classification Standard (GICS). Nell'anagrafica completa di un fondo, in generale, sono poi riportate sinteticamente (approfondite poi nel prospetto informativo) tutte le principali informazioni, tra cui le condizioni di sottoscrizione e le commissioni.

In figura 2.7 è riportato l'andamento del fondo nell'ultimo anno.



Figura 2.7 Andamento dell'ultimo anno del fondo LUX IM AI & Data DXL – Banca Generali

Si possono fare ulteriori considerazioni andando ad analizzare l'asset allocation strategica (Figura 2.8) del fondo.



Figura 2.8 Asset allocation strategica del fondo LUX IM AI & Data DXL – Banca Generali

Dall'asset allocation si può vedere che l'investimento principale in azioni è del 95%, rispettando quindi l'investimento minimo per rientrare nella categoria azionaria. L'investimento residuale del 5% è investito in liquidità con valuta di denominazione euro. La percentuale maggiore di investimento si ha in Azioni Nord America. La scelta di Azioni Nord America, in particolare in società come Microsoft, Nvidia e Apple, risiede nel fatto che, indiscutibilmente, questa area geografica è la più attiva nell'ambito dell'intelligenza artificiale e del suo sviluppo. Dal momento che per la classificazione, la categorizzazione settoriale prevale su quella geografica, il fondo investe anche in azioni emesse da società non appartenenti all'area Nord America, come società europee e giapponesi. Questa scelta rientra anche in un'ottica di diversificazione del portafoglio, al fine di abbattere il rischio.

Le categorie di fondi bilanciati si differenziano esclusivamente in relazione al peso della componente azionaria:

- Bilanciati azionari: azioni in portafoglio comprese tra il 50% e il 90%.

- Bilanciati: azioni in portafoglio comprese tra il 30% e il 70%.
- Bilanciati obbligazionari: azioni in portafoglio comprese tra il 10% e il 50%.

Le categorie dei fondi obbligazionari sono definite sulla base di opportune combinazioni dei fattori di rischio caratteristici dell'investimento in strumenti obbligazionari. Si ricorda che i fattori di rischio tipici dei fondi obbligazionari sono il rischio di mercato e il rischio di credito.

Il rischio di mercato riguarda la valuta di denominazione (eur, dollaro, yen, ecc.) e la duration del portafoglio (inferiore o superiore ai due anni), mentre quello di credito riguarda la giurisdizione (paesi emergenti o sviluppati) e la tipologia (sovrano o impresa) dell'emittente e il merito creditizio (investment grade o high yield).

In particolare, il merito creditizio fa riferimento alle classificazioni di diverse società di rating. In figura 2.9 si riportano le classificazioni di tre delle società di rating più autorevoli e riconosciute nel settore, Moody's, S&P e Fitch.

**Bond Rating Scale**

	MOODY'S	STANDARD & POOR'S	FITCH
 <b>Investment Grade</b>	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
<hr style="border-top: 1px dashed black;"/> <b>Non-Investment Grade</b> 	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
	Caa	CCC	CCC
	Ca	CC	CC
	C	C	C
		D	D

Figura 2.9 Bond Rating Scale

Le obbligazioni sono classificate in ordine crescente di rischio di credito. Le obbligazioni AAA sono considerate le più sicure, come i Titoli di Stato, mentre le C e sono a rischio di default e le D in default. Le obbligazioni High Yield rientrano nelle Non-Investment Grade, obbligazioni per lo più speculative. Essendo ad alto rendimento, il rischio associato a queste obbligazioni è più alto.

Sulla base della ricostruzione dei fattori di rischio si definiscono le categorie riportate in Figura 2.10.

Categorie obbligazionarie	Investimento principale								Investimento residuale					
	Investimento minimo (%)	Paesi		Valuta		Tipologia emittente		Merito creditizio		Duration (intero portafoglio)	Investimento massimo (%)	Investment grade	Valute	
		sviluppati	emergenti	euro	dollaro USA	yen	sovrano	impresa	investment grade				high yield	≤ 2 anni
euro governativi breve termine	80							*			20			
euro governativi m/l termine	80							*			20			
euro corporate inv. grade	70									*	30			
euro high yield	70					*				*	30			
dollaro governativi breve termine	80							*			20			
dollaro governativi m/l termine	80							*			20			
dollaro corporate inv. grade	70									*	30			
dollaro high yield	70					*				*	30			
internazionali governativi	80			*				*		*	20			*
internazionali corporate inv. grade	70			*						*	30			*
internazionali high yield	70			*		*				*	30			*
yen	70					*		*		*	30			
paesi emergenti	70			*		*		*		*	30			*
altre specializzazioni	Fondi specializzati come da regolamento													
misti	Massimo 20% di azioni in portafoglio. Nessun vincolo ulteriore													
flessibili	Politica di investimento "total return"													

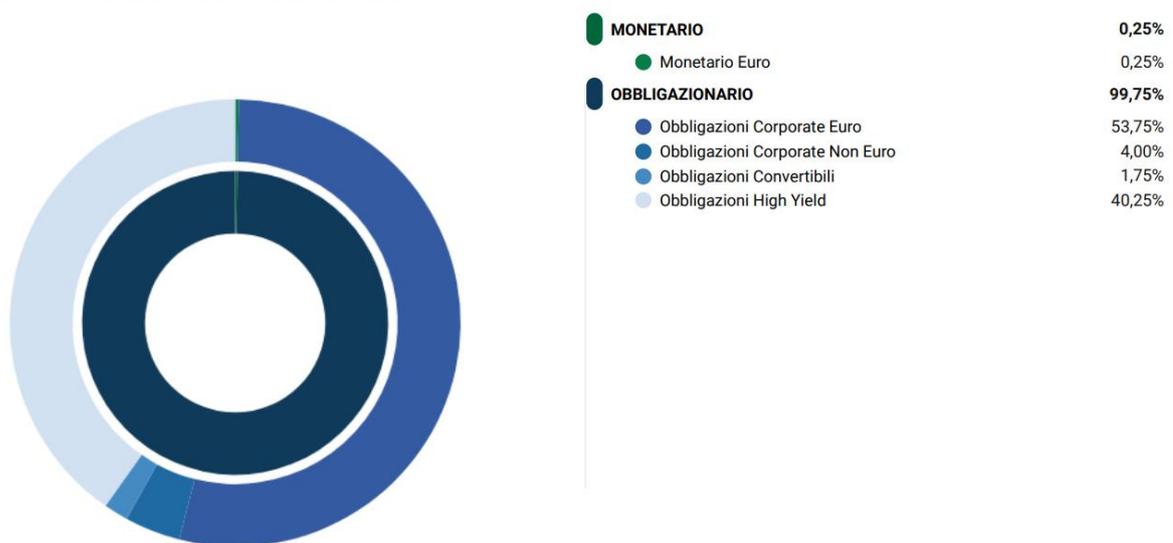
\*: non rilevante

Figura 2.10 Schema riassuntivo delle caratteristiche dell'investimento dei fondi appartenenti alle categorie obbligazionarie

Rimanendo nel mondo dei fondi gestiti da BG Fund Management Luxembourg S.A. si può osservare come è strutturata l'asset allocation di un fondo obbligazionario

analizzando il fondo LUX IM ESG Sycomore Corporate Bond DXL, categorizzato Obbligazionario Euro Corporate. Il comparto cerca di cogliere le migliori opportunità in Area Euro sui mercati primario e secondario, investendo in obbligazioni di emittenti europei senza vincoli di rating (Investment Grade, High Yield e prive di rating) o di capitalizzazione. La selezione mira a coniugare un buon rendimento ed una performance regolare con una gestione attiva della duration. Il processo di asset allocation integra le politiche ESG. Il fondo presenta la seguente asset allocation strategica raffigurata in Figura 2.11.

**ALLOCATION / ASSET ALLOCATION STRATEGICA**



**Figura 2.11 Asset allocation strategica del fondo LUX IM ESG Sycomore Corporate Bond DXL – Banca Generali**

I fondi obbligazionari investono tutto il proprio portafoglio in obbligazioni e in liquidità. Infatti, come si vede dall'asset allocation del fondo in esame il 99,75% è investito in titoli obbligazionari e lo 0,25% in liquidità. I fondi obbligazionari, in generale, possono tuttavia detenere azioni derivanti dalla conversione dei titoli obbligazionari presenti in portafoglio a condizione che il loro ammontare complessivo non superi il 10% del portafoglio. Tale specificazione non si applica ai fondi obbligazionari misti. Nel fondo in esame, infatti, solo l'1,75% è composto da Obbligazioni Convertibili, una particolare tipologia di obbligazione che concede al

possessore la facoltà di decidere se rimanere creditori o diventare azionista della società emittente. Nel fondo si trovano Obbligazioni Corporate Euro, ovvero titoli obbligazionari in valuta di denominazione euro emessi da imprese private come banche e società industriali. Si trovano anche Obbligazioni Corporate non euro, in percentuale ridotta, che si differenziano dalle precedenti per la valuta di denominazione. L'ultimo 40,25% è composto da Obbligazioni High Yield, obbligazioni emesse da paesi sviluppati e caratterizzate da un merito creditizio high yield.

### 2.2.3 La classificazione dei fondi per stile di gestione

La principale distinzione in termini di stili è tra fondi a gestione passiva e fondi a gestione attiva. La gestione passiva si basa sull'assunzione che i mercati siano efficienti e che quindi per ottenere le migliori performance sia meglio avere un portafoglio ampiamente diversificato che rappresenti l'intero mercato di riferimento. Il gestore passivo, quindi, definisce l'asset allocation strategica, cioè la composizione di lungo termine per asset class e la mantiene assicurandosi che l'andamento del valore del portafoglio del fondo sia sostanzialmente corrispondente all'andamento degli indici di riferimento.

Prendendo in considerazione un tema di forte attualità, ovvero l'approccio ESG (Environmental, social, and corporate governance), la politica di gestione passiva può essere ulteriormente spiegata dal Comparto Ailis MSCI Europe ESG Screened Index – Classe I. Il Comparto fa parte della SICAV di diritto lussemburghese Fideuram Asset Management (Ireland) dac. Il Comparto ha l'obiettivo di generare una crescita del capitale a lungo termine, misurata in euro, attraverso la replica dell'indice "MSCI EUROPE ESG Screened" Net Total Return, in EUR minimizzando il più possibile il "tracking error" fra la performance del Comparto e quella dell'Indice stesso. La replica di un indice, come riportato nel documento informativo, è la definizione stessa di gestione passiva.

L'Indice MSCI Europe ESG Screened è basato sull'Indice MSCI Europe (parent index) e include titoli di large e mid-cap in 15 Mercati Sviluppati in Europa. L'indice esclude le aziende dall'indice principale che sono associate ad armi civili e nucleari, tabacco, olio di palma, petrolio e gas dell'Artico o che generano profitti dall'estrazione, secondo metodologie non conformi ai principi del Patto Globale delle Nazioni Unite, di carbone termico e sabbie bituminose. L'indice esclude anche le aziende coinvolte in controversie molto gravi e/o in determinate questioni legate alla biodiversità.

Nella Figura 2.12 è rappresentato il grafico a torta che rappresenta i settori che l'indice contiene, mentre il secondo, in Figura 2.13, rappresenta con quale percentuale ogni paese è presente nell'indice.

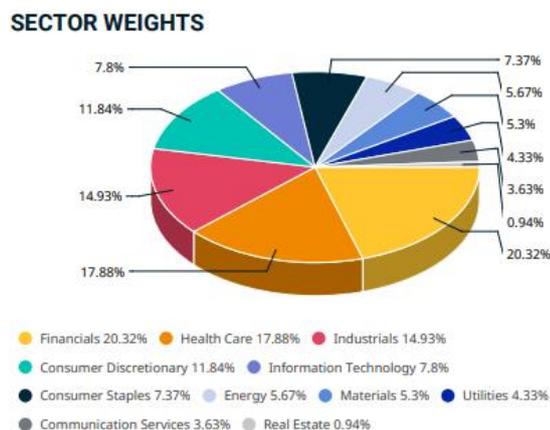


Figura 2.12 Sector weights

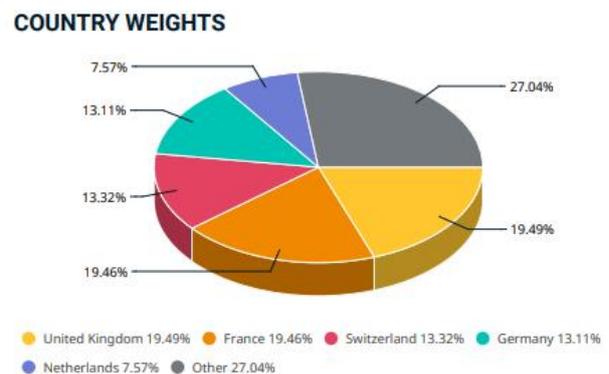


Figura 2.13 Country weights

Inoltre, al fine di fare un ulteriore approfondimento sull'indice considerando il loro ruolo centrale nella gestione passiva, si riportano, in Figura 2.14, le 10 società principali costituenti l'indice.

	Country	Index Wt. (%)	Sector
NOVO NORDISK B	DK	3.56	Health Care
ASML HLDG	NL	3.08	Info Tech
LVMH MOET HENNESSY	FR	2.71	Cons Discr
ASTRAZENECA	GB	2.42	Health Care
SHELL	GB	2.42	Energy
NOVARTIS	CH	2.40	Health Care
ROCHE HOLDING GENUSS	CH	2.40	Health Care
TOTALENERGIES	FR	1.73	Energy
HSBC HOLDINGS (GB)	GB	1.71	Financials
SAP	DF	1.69	Info Tech
Total		24.11	

Figura 2.14 Top 10 costituenti

La gestione attiva si basa sull'ipotesi che i mercati siano inefficienti e che non tutte le informazioni rilevanti siano incorporate nei prezzi dei titoli. Di conseguenza i gestori possono sfruttare le inefficienze e conseguire extra-performance, cioè rendimenti superiori a quelli di mercato. Un primo tipo di gestione attiva è quella che prevede la modifica dell'asset allocation, cioè della composizione strategica per asset class del portafoglio, per trarre vantaggi dalla sottovalutazione dei mercati. In altri termini, il gestore definisce una asset allocation tattica che si discosta da quella strategica, ad esempio aumentando la componente azionaria quando i mercati azionari sono sottovalutati o viceversa diminuendola quando gli indici azionari sono troppo elevati. Questa strategia si chiama anche market timing perché si basa essenzialmente sulla scelta del tempo giusto per entrare o uscire da un mercato o da una determinata asset class.

Un altro tipo di gestione attiva si fonda sulla capacità del gestore di selezionare sistematicamente i singoli titoli che sono sopra o sottovalutati. Le due principali metodologie di gestione di questo tipo sono: momentum strategies e contrarian strategies. La prima strategia consiste nel comprare titoli che hanno avuto rialzi di prezzo nel recente passato e nel vendere quelli che hanno avuto cattive performance sulla base dell'ipotesi che vi sia una correlazione seriale positiva nei prezzi dei titoli. La seconda, all'opposto, si fonda sull'ipotesi che il mercato reagisca in misura esagerata alle nuove informazioni e quindi dopo forti rialzi dei prezzi seguano sistematicamente dei ribassi e viceversa. Il gestore che segue questa strategia compra i titoli quando i prezzi scendono molto e li vende quando salgono sensibilmente.

In questo scenario di mercati inefficienti vengono definite strategie growth quelle che cercano di trarre vantaggio da periodi di eccessivi rialzi o ribassi di prezzo e strategia value quelle che prevedono l'acquisto di titoli con prezzi di mercato bassi rispetto al loro valore fondamentale misurato sulla base di indicatori economico-finanziari. La gestione attiva richiede maggiore impiego di risorse per ottenere e analizzare le informazioni rilevanti e quindi comporta costi di gestione elevati.

Lo stile di gestione influenza sensibilmente il profilo di rischio/rendimento del fondo ed è quindi un'informazione importante per la scelta dell'investitore: ad esempio, può essere opportuna in taluni casi un'equilibrata diversificazione dell'investimento in fondi azionari per stili di gestione. Questa informazione non è però sempre facilmente rinvenibile nei regolamenti dei fondi nei quali spesso la politica di gestione viene descritta in modo poco preciso e facendo genericamente riferimento alla ripartizione per asset class. Spesso per cogliere un maggior grado di dettaglio è opportuno leggere il materiale promozionale delle Sgr che spiega i criteri e gli stili di gestione che vengono adottati per i diversi tipi di fondi.

## 2.3 I sottoscrittori a fondi comuni in Italia

Assogestioni, oltre a fornire una classificazione sui fondi ampiamente riconosciuta e affermata, si occupa inoltre di ricerche e analisi sul mondo del risparmio gestito.

Annualmente riporta un documento dal titolo "Osservatorio sui sottoscrittori di fondi comuni" in cui è possibile recuperare dati circa le tendenze, le abitudini e le caratteristiche dei sottoscrittori a fondi comuni in Italia. Si riportano ora le informazioni più rilevanti emerse dall'analisi svolta per l'anno 2022.

Si parte considerando una prima distinzione tra i fondi, ovvero tra fondi italiani e fondi esteri. Questi ultimi a loro volta possono essere suddivisi in fondi esteri a distribuzione concentrata su reti captive o partener strategici e fondi esteri cross border. Come riporta la Figura 2.15, i fondi italiani sono scelti da 6,6 milioni di risparmiatori con una capitalizzazione di 180 mld €, mentre i fondi esteri, con 3,3 milioni che scelgono quelli a distribuzione concentrata e 1,7 milioni che preferiscono i cross border, si assestano ad una capitalizzazione di 200 mld €.

Al netto delle duplicazioni, ovvero risparmiatori che scelgono di diversificare il loro portafoglio investendo sia in fondi italiani che esteri, il mercato italiano si stima comprenda 11,5 milioni di investitori.



Figura 2.15 Sottoscruttori divisi tra Fondi Italiani e Fondi Esteri

Entrando più nello specifico si può parlare di investimento medio. La Figura 2.16 riporta il valore medio generale dell'investimento in fondi che si assesta a 45.000 euro. Tale importo varia in base alla tipologia del prodotto: più basso per i sottoscrittori di fondi italiani (27.000 euro), più alto per i sottoscrittori di fondi esteri. Tra questi, il valore dell'investimento medio in fondi cross border si attesta a 52.000 euro.



Figura 2.16 Investimento medio per tipologia di fondo

L'investimento mediano (Figura 2.17) si posiziona in un intervallo compreso tra i 12.000 e i 19.000 euro a seconda della tipologia del fondo. Elevata concentrazione nel

quartile più alto i cui sottoscrittori detengono circa tre quarti dell'investimento totale. Risultato in linea con le stime Banca d'Italia, che attribuiscono al 30% delle famiglie più abbienti l'80% della ricchezza finanziaria complessiva.

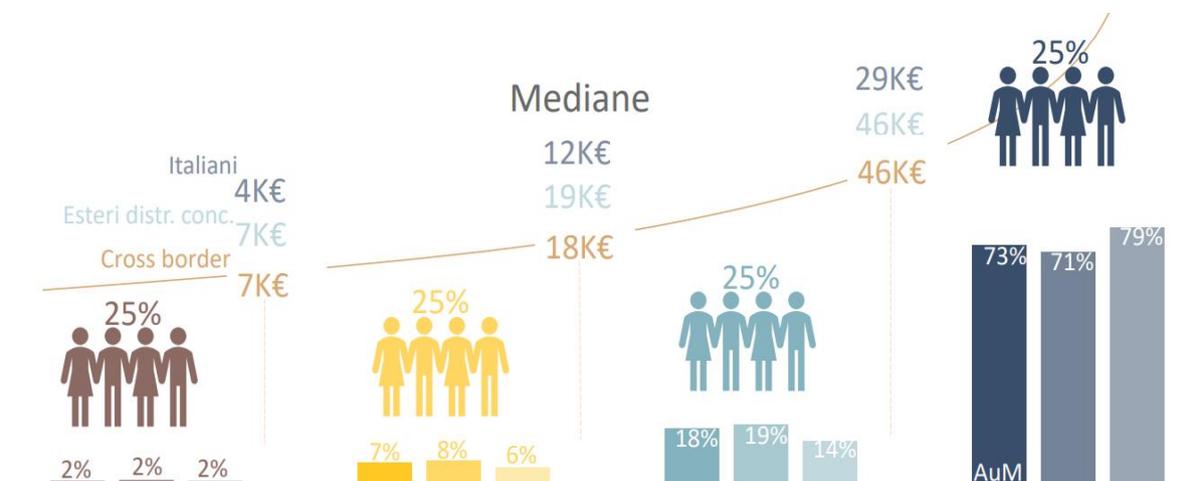


Figura 2.17 Investimento mediano

Oltre a informazioni di carattere prettamente economico, è interessante anche osservare come varia l'investimento considerando caratteristiche sociodemografiche dell'investitore come l'età, il genere e la regione di appartenenza.

La figura 2.18 riporta la suddivisione per età dei sottoscrittori. Il 41% dei sottoscrittori appartiene alla generazione dei Boomers; seguono i risparmiatori della Generazione X con il 28%. Le generazioni più anziane (ultra-settantasettenni) pesano per il 18,5%. I risparmiatori più giovani (Millennials e Generazione Z) si attestano al 13%. Tra i sottoscrittori più anziani si registrano gli investimenti medi più alti: 62.000 euro (Silent Generation) e 82.000 euro (Greatest Generation). L'investimento medio dei Boomers è pari a 53.000 euro; l'importo medio investito decresce tra le generazioni più giovani: per la Generazione X è pari a 37.000 euro, per i Millennials si attesta a 18.000 euro e per i giovanissimi della Generazione Z è di 12.000 euro (Figura 2.19).

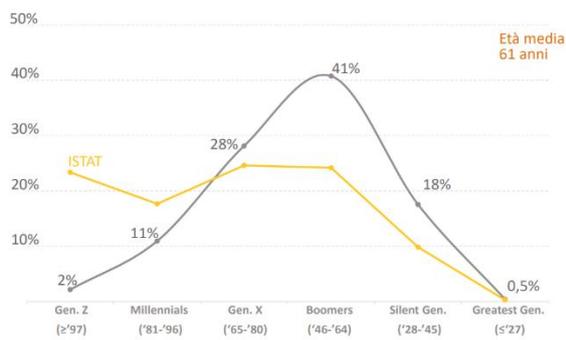


Figura 2.18 Sottoscrittori per età

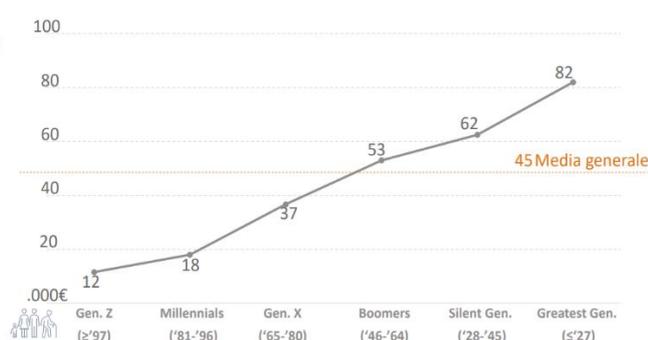


Figura 2.19 Investimento medio per età

Circa la metà (47%) del patrimonio complessivo è detenuto dai sottoscrittori della Generazione dei Boomers; il 25% del patrimonio fa riferimento alle due generazioni più anziane (Silent e Greatest Generation); i risparmiatori della Generazione X detengono oltre un quinto delle masse totali (23%), mentre i sottoscrittori più giovani detengono il 5% (Figura 2.20).

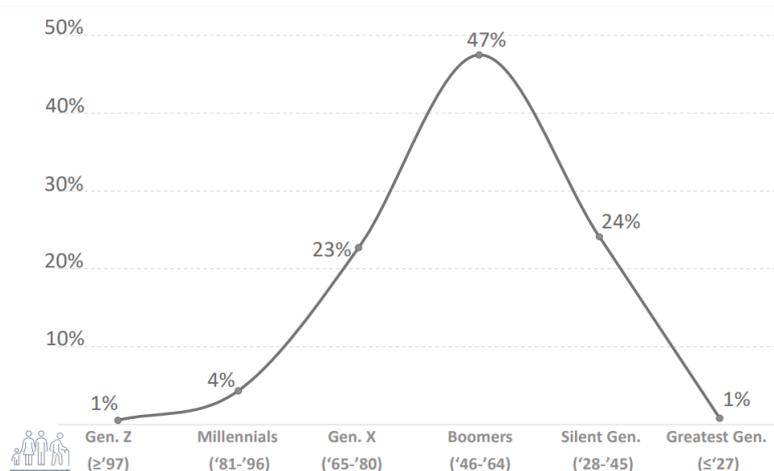


Figura 2.20 Patrimonio complessivo detenuto per età

La Figura 2.21 mostra la suddivisione dei sottoscrittori per genere. Gli uomini rappresentano il 53% dei sottoscrittori, le donne il 47%. Gli uomini detengono il 55% dell'investimento complessivo contro il 45% delle donne. L'investimento medio degli uomini è pari a 47.000 euro contro i 43.000 euro delle donne.

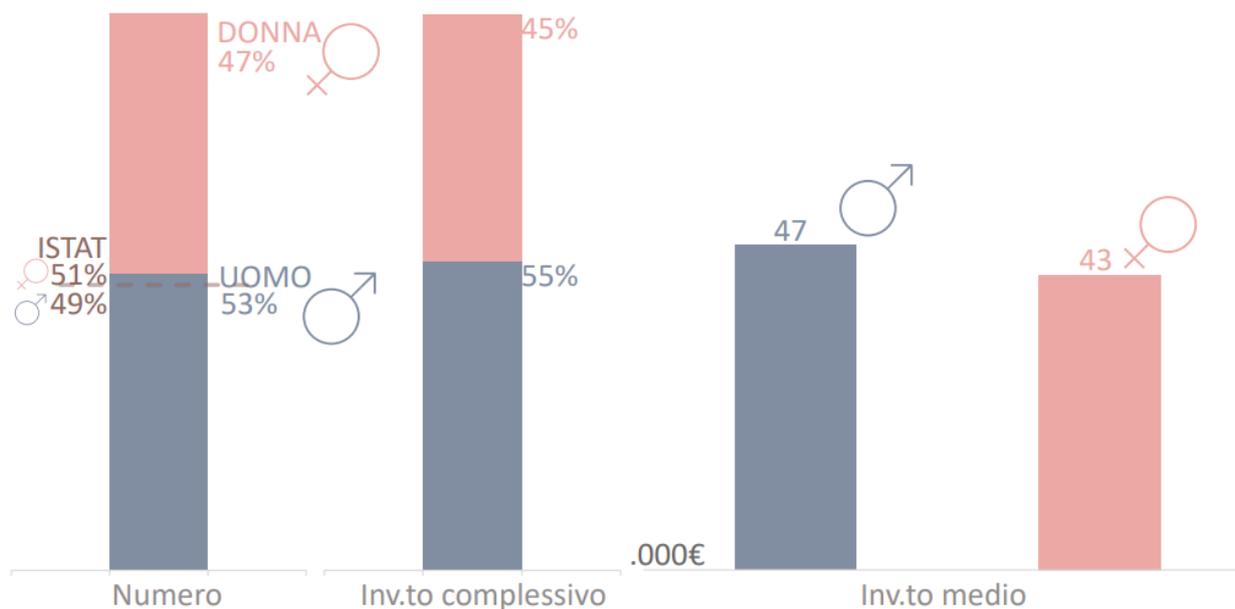


Figura 2.21 Sottoscrittori per genere

Il 65% dei sottoscrittori risiede nel Nord Italia: il 39% nelle regioni del NordOvest, il 26% nel Nord-Est. Nelle regioni del Centro risiede il 19% dei sottoscrittori, al Sud l'11% e il 5% nelle Isole (Figura 2.22). Confrontando la concentrazione dei sottoscrittori con quella della popolazione residente si evidenzia una maggiore incidenza dei primi nelle regioni del Nord. Nelle regioni del Sud e nelle Isole la situazione si capovolge evidenziando un minor tasso di partecipazione al mercato dei fondi. Nelle regioni del Nord si registrano importi medi investiti pari o superiori alla media. Nel Nord-Ovest l'investimento medio è di 51.000 euro, nel Nord-Est è pari a 46.000 euro mentre, scendendo lungo la Penisola l'investimento medio tende a diminuire e si posiziona al di sotto della media nazionale: al Centro è pari a 41.000 euro, al Sud si attesta a 36.000 euro e nelle Isole a 37.000 euro (Figura 2.23).

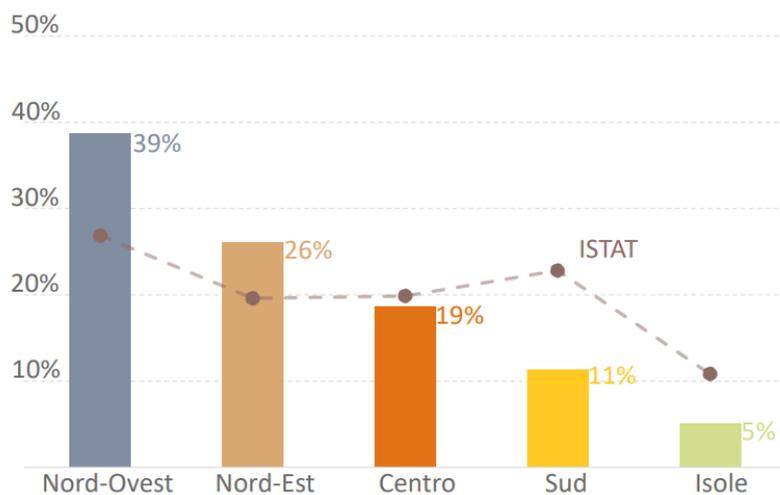


Figura 2.22 Sottoscrittori per divisione territoriale

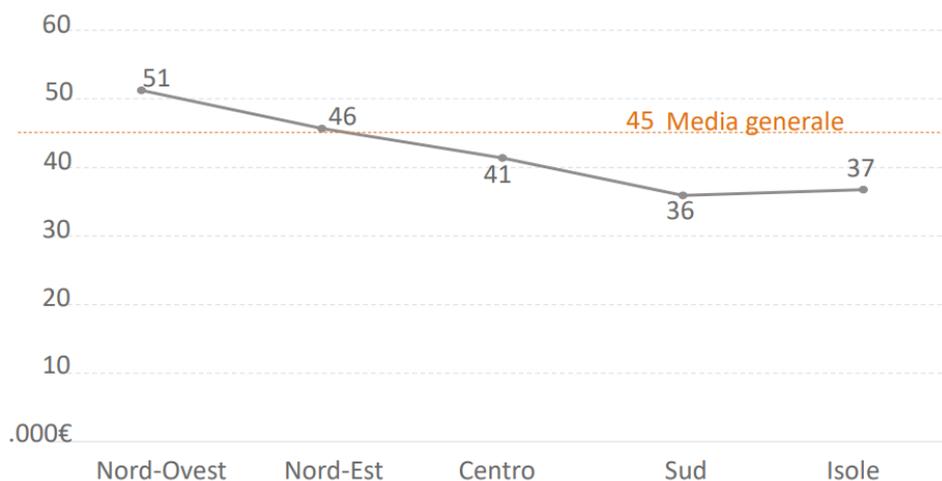


Figura 2.23 Investimento medio per divisione territoriale

L'analisi sulla residenza degli investitori può essere ulteriormente approfondita andando ad analizzare i dati di ogni regione italiana (Figura 2.24 e Figura 2.25).

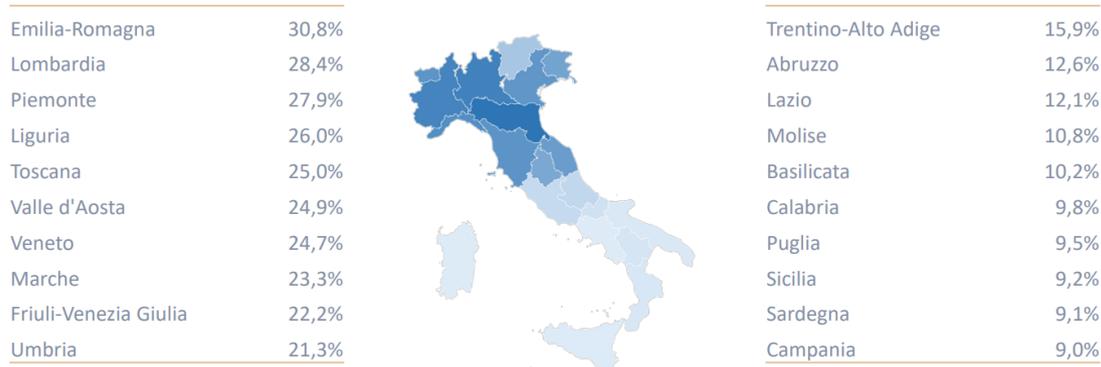


Figura 2.24 Sottoscrittori per regione



**Figura 2.25 Investimento medio per regione**

Gli investitori che decidono di allocare i propri risparmi in un fondo hanno due principali modalità d'investimento, PIC e PAC.

PIC sta per Piano di Investimento di Capitale: con questo termine si intende l'investimento in un'unica soluzione di una certa somma. È ideale per chi ha molta liquidità da investire nell'immediato, come chi va in pensione o eredita una somma. Il PAC invece è il Piano di Accumulo del Capitale, ovvero un investimento dilazionato nel tempo attraverso piccole rate. L'obiettivo tipico di chi sottoscrive un PAC è, nel medio-lungo periodo, raggiungere un capitale maggiore della somma dei risparmi periodici effettuati. È adatto a chi intende accumulare capitale nel tempo ma non dispone, nell'immediato, di cifre importanti.

Inoltre, le due modalità possono combinarsi così che, i risparmiatori possono acquisire le quote tramite una strategia mista. È comune che un investitore inizi a investire con un capitale precedentemente accumulato tramite un PIC e poi investa somme inferiori "a rate" tramite un PAC.

La quota dei sottoscrittori che investe prevalentemente tramite piani di accumulo (PAC) è pari al 22%. Sommando a quest'ultima la quota dei sottoscrittori che investono con forma mista (PIC/PAC), i sottoscrittori che scelgono una modalità di sottoscrizione diversa dal PIC rappresentano il 38% del totale (Figura 2.26 e Figura 2.27).

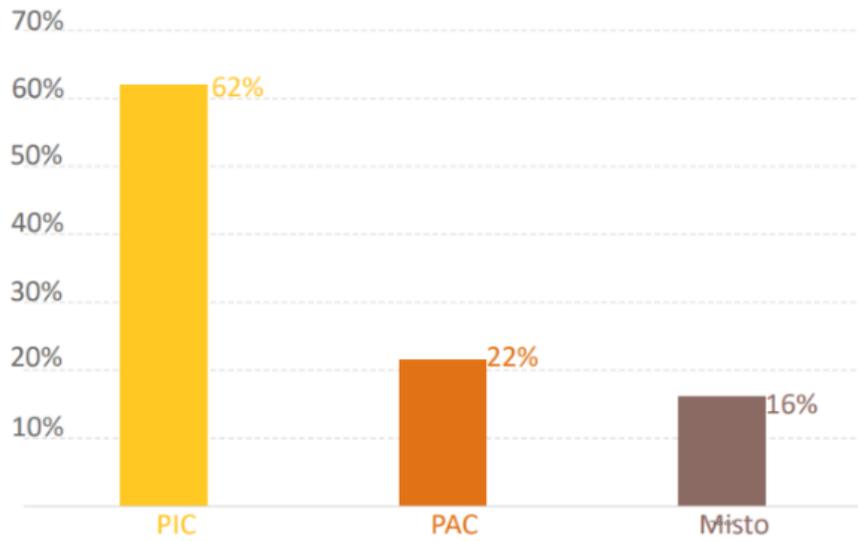


Figura 2.26 Modalità di Investimento

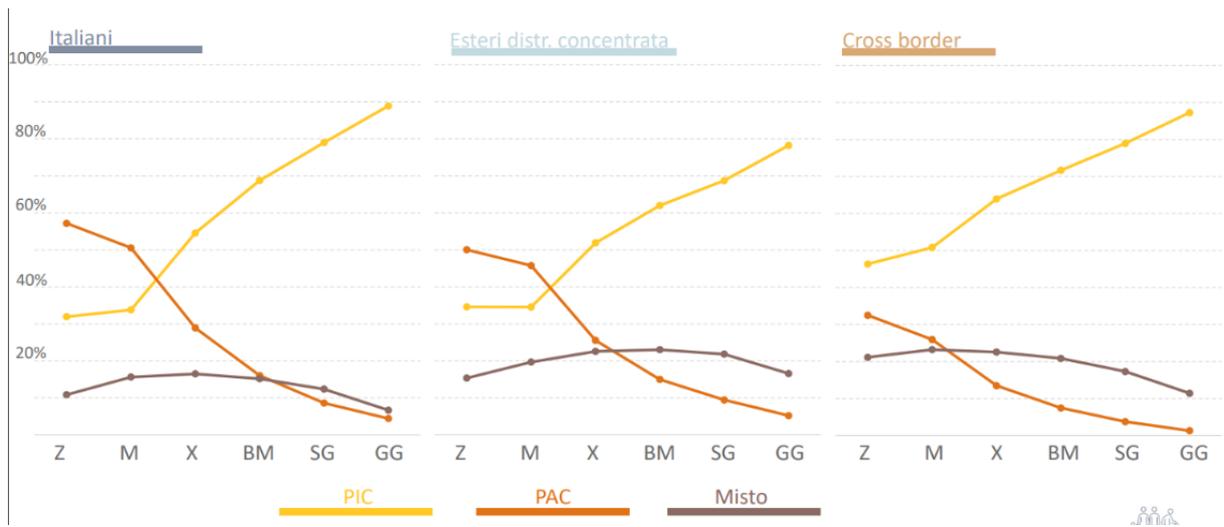


Figura 2.27 Modalità di Investimento per tipologia di fondo

## CAPITOLO 3 – INDICE DI PERFORMANCE DEI FONDI

Il principale interesse delle persone che hanno deciso di allocare i propri risparmi in un fondo di investimento è comprendere quanto la loro ricchezza sia aumentata. Pertanto, la valutazione dell'efficacia della gestione di un portafoglio si basa principalmente sulla performance. La performance complessiva di un portafoglio di investimenti è determinata dall'incremento di valore nel tempo, derivante dai rendimenti generati dagli investimenti effettuati, al netto di vari costi che gravano sul patrimonio stesso.

La valutazione della performance di un fondo comune di investimento richiede una valutazione congiunta di due aspetti: il rendimento ottenuto e il rischio associato all'investimento. È essenziale condurre un'analisi in quest'ottica bidimensionale poiché c'è una relazione diretta tra rendimento e rischio. In altre parole, il gestore può ottenere rendimenti più elevati aumentando il livello di rischio del portafoglio gestito, ma al contempo aumenta la probabilità di subire perdite significative. Si verifica quindi un trade-off tra queste due misure, in quanto i risparmiatori cercano di massimizzare il rendimento, mentre cercano di minimizzare il rischio.

Per valutare i risultati ottenuti dai vari fondi, vengono utilizzate misure o indici chiamati "risk-adjusted performance" (RAP), che considerano sia il rendimento ottenuto che il livello di rischio assunto.

Negli ultimi tempi, la valutazione della performance ha guadagnato maggiore importanza sia come strumento di trasparenza nella relazione tra investitori e gestori, sia per consentire un confronto adeguato tra operatori del settore e i loro prodotti, a livello nazionale e internazionale. Questo ha portato all'emanazione degli Standard Globali per la Presentazione della Performance (GIPS, Global Investment Performance Standards), che sono regole riconosciute a livello mondiale per la misurazione e la presentazione delle performance, a beneficio sia dei gestori che dei loro clienti.

### 3.1 Definizione di Benchmark

Nel capitolo precedente, analizzando diversi fondi, si è parlato di benchmark (indice), in particolare nella gestione passiva. Prima di entrare nel dettaglio del rendimento e del rischio è quindi opportuno approfondire questo strumento utilizzato per il confronto. Dal glossario di Borsa Italiana, con il termine benchmark si indica, infatti, un parametro di riferimento. Per quanto questo strumento non sia prerogativa esclusiva dei mercati finanziari, in materia di investimento esso viene utilizzato come indice oggettivo di riferimento per comparare le performance di portafoglio rispetto all'andamento del mercato.

L'obiettivo del benchmark è infatti quello di offrire uno strumento utile per valutare il rischio tipico del mercato in cui il portafoglio investe e supportare l'investitore nella valutazione dei risultati ottenuti dalla gestione di un certo portafoglio di titoli.

Borsa Italiana fornisce inoltre i quattro elementi fondamentali che dovrebbero caratterizzare ogni benchmark:

- **Trasparenza.** L'indice deve essere calcolato con regole replicabili dall'investitore. Questo principio permette di anticipare i periodici cambiamenti della composizione dell'indice stesso;
- **Rappresentatività.** L'indice deve essere rappresentativo delle politiche di gestione del portafoglio;
- **Replicabilità.** L'indice dovrebbe essere completamente replicabile con attività acquistabili direttamente sul mercato;
- **Hedgeability.** È preferibile che l'indice sia anche sottostante di contratti derivati così da permettere una copertura tempestiva dei portafogli e l'abbassamento dei costi di transazione.

Il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, infatti, stabilisce per i gestori l'obbligo di indicare un benchmark per ogni fondo. La

rendicontazione con l'andamento del fondo rispetto al benchmark deve essere mostrata al sottoscrittore periodicamente e almeno su base semestrale.

In questo senso il benchmark diviene il punto di partenza per la valutazione del rischio ed il rendimento dei fondi da parte di ogni acquirente.

Per i fondi azionari internazionali, ad esempio, il benchmark di riferimento è l'Msci World Index elaborato da MSCI Inc, ex Morgan Stanley Capital International, l'Msci Europe è invece il benchmark per i fondi azionari europei e l'Msci Far East per i fondi azionari Pacifico.

Per i fondi azionari America il benchmark di riferimento è l'S&P500 oppure l'Msci North America mentre per i fondi azionari Paesi emergenti il benchmark è l'Msci Emerging Markets. Il benchmark di riferimento per i fondi azionari italiani è (alternativamente) il Ftse Mib, il Ftse Italia-AllShare o l'Msci Italia. L'indice di riferimento per i Fondi liquidità è il Jp Morgan Euro Cash Index 3 mesi mentre per gli obbligazionari internazionali il benchmark è rappresentato dal Jp Morgan Global Government Bond (Jp Morgan Emu Government Bond per i Fondi obbligazionari).

### **3.2 Il rendimento di un fondo comune di investimento**

Sebbene non possa essere considerato elemento esclusivo di definizione della performance di un portafoglio, il rendimento rappresenta il punto di partenza ai fini di tale valutazione.

Il calcolo dell'indice di rendimento è particolarmente immediato qualora, nel corso del periodo considerato, non si verifichi alcun flusso di cassa che vada ad incrementare o a diminuire l'ammontare del capitale investito. In tal caso, supponendo che tutti i proventi  $D_T$  ricevuti a titolo di remunerazione del capitale inizialmente investito  $V_0$  siano percepiti alla fine del periodo, l'indice di rendimento è determinato univocamente come:

$$R = \frac{V_T + D_T}{V_0} - 1$$

dove  $V_T$  è il valore finale del capitale, ovvero  $V_0$  corretto per le eventuali plusvalenze o minusvalenze intervenute fra le date  $t = 0$  e  $t = T$ .

Tuttavia l'ipotesi di assenza di flussi in entrata e in uscita nel periodo considerato ai fini del calcolo del rendimento è del tutto irrealistica: se si prende in considerazione il patrimonio complessivo del fondo, questo è continuamente soggetto alla movimentazione legata alla sottoscrizione e al rimborso di quote, al prelievo fiscale, all'eventuale distribuzione di proventi; nell'ottica del singolo investitore, inoltre, è possibile che la somma inizialmente versata sia stata integrata da ulteriori conferimenti, che siano stati effettuati disinvestimenti parziali, che siano stati percepiti proventi.

### 3.2.1 Il metodo Time Weighted

Esistono delle tecniche di valutazione che considerano esplicitamente i flussi di cassa: con il metodo del "tasso di rendimento ponderato per il periodo di riferimento" (time-weighted rate of return, TWRR), si calcolano i rendimenti di tutti gli intervalli di tempo compresi tra due flussi di cassa successivi e si capitalizzano i risultati sul periodo complessivo di riferimento. Il tasso di rendimento è dato da:

$$TWRR = \prod_{i=1}^n [1 + r_{(i-1,i)}] - 1 = (1 + r_{1,2}) * (1 + r_{2,3}) * \dots * (1 + r_{n-1,n}) - 1$$

Dove  $r_{1,2}$ ,  $r_{2,3}$ ,  $r_{n-1,n}$  sono i tassi di rendimento dei sottoperiodi (1, 2), (2, 3), ..., (n-1, n) delimitati da flussi di cassa, siano essi in entrata o in uscita. Il rendimento complessivo così determinato non è influenzato dai flussi di cassa che si verificano nel periodo di riferimento perché il capitale investito è continuamente corretto per tener conto dei movimenti positivi o negativi di fondi.

Il tasso riferito a ciascun sottoperiodo, che possiamo indicare come il generico  $r_i$ , si ottiene rapportando il valore del patrimonio al termine del sottoperiodo,  $V_i$ , con quello alla fine del sottoperiodo precedente,  $V_{i-1}$ , aumentato (o diminuito) del flusso  $F_i$  in entrata (o in uscita) verificatosi:

$$r_i = \frac{V_i}{V_{i-1} + F_i}$$

dove  $F_i$  può essere sia positivo che negativo.

Il metodo TWRR è l'indice di rendimento standard indicato nelle linee guida GIPS (Global Investment Performance Standards) per i fondi comuni di investimento, in quanto consente un confronto delle performance realizzate da diversi fondi, fra di loro o con il rendimento di un benchmark, che non sia influenzato dalla dinamica della raccolta netta e, più in generale, di tutti i flussi di cassa che sono indipendenti dalle scelte di gestione.

### 3.2.2 Il metodo Money Weighted

Dal punto di vista del singolo cliente, il TWRR non è un indice appropriato qualora egli sia interessato a valutare il rendimento effettivo del proprio investimento in un fondo comune. È necessario allora impiegare un indice che tenga adeguatamente conto degli apporti o delle sottrazioni di capitale che egli effettua nel corso del periodo di investimento.

Con il Money Weighted Rate of Return (MWRR) la ponderazione avviene rispetto al capitale medio impiegato, in primo piano è l'investitore e il tasso di rendimento riflette timing e rendimenti dei cash flow investiti. Questo indice considera non solo l'effetto del contributo apportato dal gestore, ma anche quello delle decisioni di investimento (o disinvestimento) del cliente in ragione del momento in cui hanno avuto luogo. L'indice di rendimento viene in questo caso determinato rapportando l'incremento di patrimonio ottenuto nel periodo considerato, depurato dei flussi (investimenti e disinvestimenti), al patrimonio medio investito o giacenza media. Avremo perciò:

$$MWRR = \frac{V_T - V_0 - \sum_{i=1}^n F_i}{\bar{V}}$$

dove  $V_T$  e  $V_0$  rappresentano il valore del patrimonio, rispettivamente, alla fine e all'inizio del periodo considerato, e  $F_i$  la somma algebrica dei flussi (eventualmente negativa, se i disinvestimenti sono maggiori degli investimenti) e  $\bar{V}$  la giacenza media, calcolata ponderando ciascun flusso  $F_i$  in base al tempo che lo separa dalla fine del periodo considerato, cioè:

$$\bar{V} = V_0 + \sum_{i=1}^n \frac{T - t_{i-1}}{T} F_i$$

Diversamente dal TWRR, l'indice money weighted, che presuppone il regime di capitalizzazione semplice, non richiede che siano noti i valori del portafoglio gestito alle scadenze intermedie. Pertanto, è intuitivo che i risultati che si ottengono applicando il primo piuttosto che il secondo indice siano tanto più diversi quanto più eterogenei sono i tassi di rendimento realizzati dal fondo nei vari sottoperiodi.

È evidente come la scelta dell'uno piuttosto che dell'altro indice possa portare a valutazioni marcatamente diverse del rendimento annuale. L'indice di rendimento time-weighted (dei rendimenti giornalieri, o delle quote) è adeguato al fine di confrontare il rendimento di un fondo con il rendimento del benchmark, prescindendo dall'effetto dei volumi investiti; l'indice money-weighted lineare consente di misurare appropriatamente il rendimento di periodo, tenendo conto delle movimentazioni, nella logica del tasso interno. Un rapporto informativo sulla situazione dell'investimento dovrebbe utilizzare entrambe le logiche di misurazione del rendimento: l'indice time-weighted per dare all'investitore una misura assoluta dell'abilità del gestore; l'indice money-weighted per valutare gli effetti del tempismo (entrate e uscite dall'investimento) sul rendimento prodotto.

### 3.3 Il rischio associato ad un fondo

Il calcolo del rendimento è solo una delle fasi della procedura di valutazione della performance degli investimenti. Nella prassi gestionale, il processo di valutazione è profondamente cambiato negli ultimi decenni; rifondato sulla moderna teoria del portafoglio, da semplice calcolo di rendimento è diventato una complessa "misurazione congiunta" di rischio e di rendimento.

Anche a livello normativo il rischio ha assunto un'importanza sempre maggiore quale elemento di trasparenza ed informativa sulle caratteristiche dei prodotti finanziari, nell'ambito di un corretto processo di comunicazione tra operatore e cliente. La delibera Consob n. 10943 del 30 settembre 1997 non si limita ad imporre l'obbligo, per l'intermediario, di chiedere all'investitore la sua propensione al rischio (art. 5, comma 1, lett. a), ma ribadisce che "gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento" (art.5, comma 2). Viene inoltre introdotto l'obbligo di consegnare agli investitori il "documento sui rischi generali degli investimenti" (art.5, comma 1, let.c). Relativamente ai fondi comuni, sia il Regolamento di gestione che il Prospetto informativo illustrano i principali fattori di rischio che l'investimento comporta.

Il rischio è illustrato ai potenziali investitore nel KIID (Key Investor Information Document), tramite l'Indicatore Sintetico di Rischio e Rendimento (SRRI), esplicitando la classe di rischio. L'SRRI dice quando è rischioso il fondo in considerazione su una scala da 1 (rischio basso) a 7 (rischio elevato). In Figura 3.1 si riporta l'esempio di come l'Indicatore Sintetico di Rischio e Rendimento è presentato ai potenziali investitori di Eurizon.

## PROFILO DI RISCHIO E DI RENDIMENTO



L'indicatore di rischio presuppone che il prodotto sia mantenuto per 6 anni.

**Figura 3.1 Profilo di rischio e rendimento - Eurizon**

Inoltre, sono riportate direttamente sul loro sito le principali informazioni sul profilo di rischio (Figura 3.2), dettagliate poi nel prospetto informativo del fondo.

### Informazioni sul profilo di rischio

L'indicatore sintetico di rischio è un'indicazione orientativa del livello di rischio di questo prodotto rispetto ad altri prodotti. Esso esprime la probabilità che il prodotto subisca perdite monetarie a causa di movimenti sul mercato o a causa della nostra incapacità di pagarvi quanto dovuto. Abbiamo classificato questo prodotto al livello 4 su 7, che corrisponde alla classe di rischio media. Ciò significa che le perdite potenziali dovute alla performance futura del prodotto sono classificate nel livello medio e che potrebbe darsi che le cattive condizioni di mercato influenzino la capacità di rimborsare il capitale investito. Questo prodotto non comprende alcuna protezione dalla performance futura del mercato; pertanto potreste perdere il vostro intero investimento o parte di esso. Per ogni ulteriore dettaglio sui rischi dell'investimento, si prega di consultare la sezione Rischi del Prospetto del Fondo.

**Figura 3.2 Informazioni sul profilo di rischio - Eurizon**

È intuitivo definire il rischio come la probabilità che il rendimento futuro di un investimento risulti minore di quello atteso, ma non è altrettanto semplice quantificare una misura adatta allo scopo. Il rischio di un fondo d'investimento è concepibile come l'incertezza legata alla realizzazione di un dato rendimento e l'incertezza è generalmente collegata al concetto di variabilità o volatilità. La volatilità è la variazione che si registra nel prezzo di un fondo, solitamente misurata dalla deviazione standard, misura statistica di dispersione attorno alla media che indica quanto è stata ampia, in un arco temporale (evaluation period), la variazione

dei rendimenti di un fondo. La deviazione standard è indicata in genere con  $\sigma$  e si calcola con la seguente espressione:

$$\sigma(R_i) = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{n}}$$

dove:

R è il rendimento medio del fondo durante l'evaluation period;

$R_i$  è il rendimento dei sottoperiodi  $i = 1, 2, \dots, n$ ;

n indica il numero di sottoperiodi all'interno dell'evaluation period.

Per riportare un valore reale si può considerare nuovamente il fondo LUX IM AI & DATA, riportato nel paragrafo 2.2.2, che ha registrato una volatilità annualizzata (deviazione standard) pari al 21,34%.

La moderna teoria del portafoglio sostiene che il rischio maggiormente rilevante che deve essere considerato e per il quale l'investitore viene compensato non è quello complessivo, misurato tramite la standard deviation, ma quello sistematico o di mercato, rappresentato dal coefficiente denominato beta, che evidenzia la sensibilità del fondo rispetto ai movimenti di mercato.

Il rischio sistematico costituisce quella parte di rischio non diversificabile di un portafoglio e quindi rappresenta la componente di rischiosità che un potenziale sottoscrittore di un fondo comune dovrebbe maggiormente considerare, dato che uno dei fattori che rendono preferibile un fondo rispetto ad altre attività finanziarie è proprio la riduzione del rischio ottenibile attraverso la diversificazione. Il beta viene utilizzato per misurare la sensibilità dei rendimenti di un asset (titolo o fondo) in relazione al mercato (o ad un benchmark) e viene espresso dalla seguente formula:

$$\beta = \frac{\sigma_{i,m}}{\sigma_m^2} = \frac{Cov(r_i, r_m)}{\sigma_m^2}$$

Nella quale:

$\sigma_{i,m}$  rappresenta la covarianza tra i rendimenti del fondo e i rendimenti del mercato;  $\sigma_m^2$  costituisce la varianza dei rendimenti del mercato.

Come si è detto può anche essere calcolato un beta nei confronti non del mercato ma di un appropriato benchmark. In tal caso si dovrà utilizzare una misura della covarianza tra i rendimenti del fondo e del benchmark e una della varianza del benchmark.

Un beta = 1 indica che il valore del fondo seguirà l'andamento del benchmark, un valore > 1 significa che il fondo è più volatile del benchmark e salirà o scenderà di una percentuale maggiore, mentre succederà il contrario se il beta è minore di 1.

Considerando la società di gestione del risparmio indipendente Azimut e, in particolare, il loro fondo bilanciato AZ Fund 1 AZ Allocation - Balanced FoF A-AZ Fund Acc è possibile fare ulteriori considerazioni sul beta (Figura 3.3).

	<u>MPT Index</u>	<u>Best Fit Index</u>
	Morningstar EU Mod Gbl Tgt Alloc NR EUR	Morningstar EZN Trsy Bd GR EUR
Beta	-0,45	-0,90

**Figura 3.3 Beta di AZ Fund 1 AZ Allocation - Balanced FoF A-AZ Fund Acc**

In entrambi i casi, sia utilizzando l'MPT Index (corrispondente al Benchmark di Categoria) sia il Best Fit Index (indice che ha mostrato la più alta correlazione con il fondo negli ultimi 36 mesi), il beta è negativo, indicando che l'andamento del fondo oscilla in direzione opposta dell'indice.

### 3.4 Risk-adjusted performance

Il rischio degli investimenti è distinto in rischio globale (total risk) e in rischio sistematico non diversificabile (non-diversifiable risk); il rischio globale viene misurato con la deviazione standard dei rendimenti, il rischio non diversificabile dal coefficiente "beta" della regressione dei rendimenti del portafoglio sui rendimenti di un

benchmark o del mercato. La misura di performance è definita come rapporto tra una misura di rendimento e una misura di rischio.

È impossibile dal punto di vista logico scegliere una misura di performance come standard unico, poiché ciascuna misura è adeguata ad uno scopo particolare ed orientata da un particolare punto di vista; perciò, sembra ragionevole utilizzare "indici" (le cosiddette "one-parameter performance measures") il cui utilizzo e la cui diffusione hanno qualificato come standard: l'indice di Sharpe, l'indice di Treynor, l'indice di Sortino, l'indice di Jensen.

Si tratta di una serie di indicatori denominati misure di risk-adjusted performance (RAP), i quali sintetizzano in un indice sia una misura di rendimento sia una di rischio. La particolarità di queste misure è dunque quella di fornire una misura di rendimento rettificata per il livello di rischio che è stato assunto per ottenere tale risultato. Tale opera di rettifica avviene rapportando il rendimento del fondo alla sua rischiosità. Attraverso l'utilizzo delle misure RAP il confronto tra i vari prodotti risulta semplificato, poiché tutta l'informazione necessaria a valutare in base al trade-off rendimento-rischio il fondo di investimento è racchiusa in un numero. Il fondo con la misura RAP più elevata risulta il più performante, essendosi collocato sulla migliore posizione nell'ambito della relazione tra rendimento e rischio.

### 3.4.1 L'indice di Sharpe

La misura RAP più nota è l'indice di Sharpe, calcolato come:

$$S = \frac{\bar{r}_i - \bar{r}_f}{\sigma(r_i)} = \frac{\overline{ER}}{\sigma(r_i)}$$

In cui:

$\bar{r}_i$  è il rendimento medio del portafoglio in esame durante il periodo considerato;

$\bar{r}_f$  è il rendimento medio dell'attività risk-free durante lo stesso periodo;

$\sigma(r_i)$  indica la deviazione standard (rischiosità) del portafoglio in esame;

ER è il premio per il rischio medio o excess return.

Dall'espressione precedente si evince come l'indice di Sharpe rappresenti una misura del premio per il rischio determinata sulla singola unità di rischio assunto. Emerge quindi che il fondo con l'indicatore più elevato è quello che è riuscito a creare il maggior valore per unità di rischio e si è dunque collocato nella migliore posizione nell'ambito del trade-off rischio-rendimento.

Attraverso l'indice di Sharpe è possibile confrontare e classificare fondi omogenei per benchmark. Infatti, essendo la misura basata sulla relazione esistente tra rischio e rendimento, risulta che il fondo con il più alto indice di Sharpe è anche quello che ha prodotto il rendimento più alto in base al proprio livello di volatilità. È inoltre possibile determinare l'indice di Sharpe del benchmark, con cui confrontare quello dei fondi che hanno scelto quel parametro di riferimento:

$$S_B = \frac{\bar{r}_{BENCHMARK} - \bar{r}_f}{\sigma(r_{BENCHMARK})}$$

Graficamente (Figura 3.4), se nello spazio volatilità-rendimento si collocano i fondi e l'attività priva di rischio, ed in seguito si unisce tramite una semiretta ogni punto indicante il fondo con l'attività risk-free, il fondo migliore risulterà quello sulla linea con maggiore pendenza.

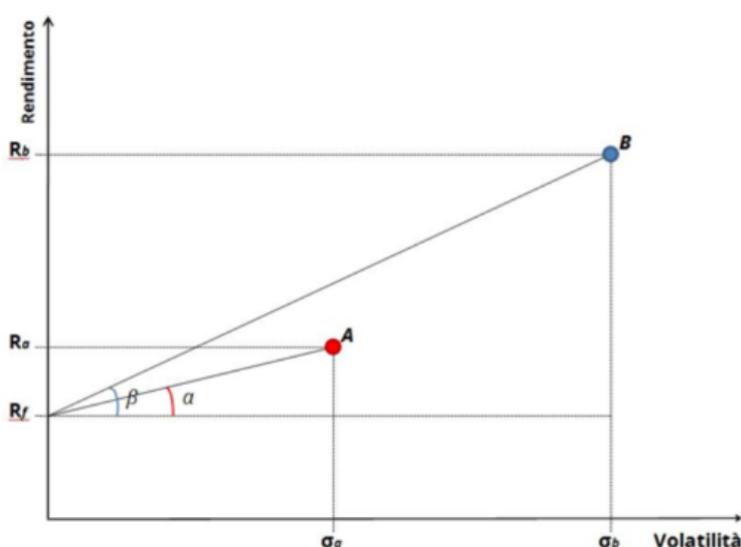


Figura 3.4 Grafico volatilità-rendimento con due esempi di fondi

Riprendendo l'esempio del fondo LUX IM AI & DATA, dalla scheda qualitativa è possibile recuperare il valore dell'indice di Sharpe. Nel caso specifico l'indice è calcolato come rapporto tra l'excess return del fondo rispetto al tasso riskfree EURIBOR 12M e la corrispondente volatilità a un anno e riporta un valore di 0,33.

Un valore dell'indice di Sharpe come quello riportato dal fondo LUX IM AI & DATA è considerato subottimale e in generale tutti i valori compresi tra 0 e 1. I valori > 1 sono considerati buoni, dal momento che indicano che il fondo offre rendimenti superiori alla sua volatilità. In particolare, valori sopra al 2 sono considerati molto buoni nel mondo finanziario. Si ricorda come di per sé il valore dell'indice di Sharpe dia poche informazioni circa la bontà del fondo, ma deve essere utilizzato per il confronto.

A tal fine si riporta l'indice di Sharpe dell'altro fondo analizzato di Banca Generali, il fondo LUX IM ESG SYCOMORE CORPORATE BOND. Il fondo obbligazionario ha riportato un indice di Sharpe di -0,66, indicando che l'extra rendimento di questo fondo è inferiore al fondo LUX IM AI & DATA.

### 3.4.2 L'indice di Treynor

L'indice elaborato da Treynor, detto anche "reward to volatility ratio", si differenzia dall'indice di Sharpe in quanto viene calcolata la rischiosità del portafoglio considerando l'andamento di mercato; al denominatore del rapporto troviamo quindi  $\beta$ . Analiticamente:

$$T = \frac{r_i - r_f}{\beta_i}$$

con:

$$\beta = \frac{\sigma_{i,m}}{\sigma_m^2} = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\sigma_m^2}$$

$r_m$  è il tasso di rendimento del portafoglio di mercato;

$\sigma_m^2$  è la varianza del portafoglio di mercato;

$r_i$  è il tasso di rendimento del portafoglio o fondo considerato;

$r_f$  è il tasso di rendimento certo relativo al titolo risk-free.

In sostanza questo indice misura l'opportunità di usare, come leva finanziaria, l'indebitamento al tasso risk-free per sovrainvestire nel portafoglio che ha il maggior premio per il rischio a parità di rischiosità (definita dal  $\beta$  del portafoglio).

### 3.4.3 L'indice di Sortino

L'indice di Sortino è un'ulteriore misura di risk-adjusted performance che misura l'extra-rendimento, rispetto al tasso risk free oppure rispetto al tasso di rendimento minimo accettabile (minimum acceptable return, MAR) di un certo portafoglio per unità di downside risk (DSR) sopportato. Analiticamente si avrà:

$$SO = \frac{r_i - r_f}{DSR}$$

dove:

$r_i$  rappresenta il rendimento medio del portafoglio gestito

$r_f$  rappresenta il rendimento medio dell'attività risk free

DSR downside risk

Il downside risk è una misura di rischio, simile alla deviazione standard, che tiene conto solo della parte negativa della volatilità dell'investimento. Il valore di riferimento è il rendimento minimo accettabile rappresentato dai titoli risk-free. Il downside risk misura quindi, gli scostamenti verso il basso del rendimento del titolo considerato dal rendimento minimo accettabile. Analiticamente si avrà:

$$DSR = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (\min(r_i - r_f; 0))^2}{n}}$$

Considerando nuovamente il fondo LUX IM AI & DATA, dalla scheda qualitativa è possibile recuperare anche il valore dell'indice di Sortino. Nel caso specifico l'indice è

calcolato come rapporto tra l'excess return del fondo rispetto al tasso risk-free EURIBOR 12M e la corrispondente volatilità dei rendimenti negativi a un anno e riporta un valore di 0,42.

Valori alti dell'indice indicano che è relativamente basso il rischio di sperimentare rendimenti sotto il minimo accettabile. Invece, un valore basso significa che il rischio di finire sotto il minimo è relativamente alto. Nella pratica, in generale, vengono considerati buoni valori superiori allo 0,5 su orizzonti temporali lunghi. Il fondo in considerazione è leggermente al di sotto della soglia teorica per essere considerato "buono", presentando quindi un rischio medio.

#### 3.4.4 L'alfa di Jensen

L'alfa di Jensen è una misura di risk-adjusted performance, misura in grado di analizzare l'abilità del gestore di un fondo di investimento di prevedere i prezzi futuri delle attività finanziarie e quindi di determinare la capacità di quest'ultimo di selezionare i titoli sottovalutati. Tale misura è infatti definita come il rendimento incrementale o extra rendimento che un fondo di investimento ha prodotto rispetto alla redditività che avrebbe dovuto offrire sulla base del suo livello di rischio sistematico, misurato dal  $\beta$ . Analiticamente:

$$\alpha_i = r_i - r_{CAPM}$$

Dove:

$r_i$  è il rendimento medio del fondo nel periodo considerato;

$r_{CAPM} = r_f + \beta_i * (r_{BENCHMARK} - r_f)$  è il rendimento che il fondo avrebbe dovuto offrire in base al proprio livello di rischio di mercato nell'ambito del CAPM.

I prodotti gestiti che presentano valori significativamente positivi nel tempo dell'alfa di Jensen (che può essere espresso in termini percentuali, risultando quindi di facile comprensione) sono riusciti "a battere il mercato", cioè hanno prodotto un rendimento superiore a quello atteso in base al rischio sistematico assunto.

Tale extra rendimento è stato determinato dalla capacità del fund manager di posizionarsi con maggior peso sui titoli sottovalutati che compongono il benchmark da un lato, e dall'altro di ridurre l'esposizione verso le attività sopravvalutate. Discorso opposto per i fondi di investimento caratterizzati da valori significativamente negativi nel tempo dell'alfa, i cui gestori non si sono dimostrati particolarmente abili nelle scelte relative alla composizione del portafoglio.

Riprendendo il caso del fondo bilanciato di Azimut, è possibile fare alcune considerazioni. In particolare, il fondo ha riportato un alfa di + 6,86 rispetto all'MPT Index, indicando che il fund manager è stato in grado di battere il mercato. Dall'altra parte però, se si considera il Morningstar EZN Trsy Bd GR EUR, ovvero il Best Fit Index, l'alfa calcolato è di - 0,24, indicando che il fondo non è riuscito a battere il mercato. Questa tendenza opposta rimarca il fatto che i valori di rischio e rendimento dipendono fortemente dal mercato a cui si fa riferimento.

### 3.4.5 Il tracking error e l'information ratio

Per confrontare un insieme di fondi caratterizzati da obiettivi di investimento differenti, quindi da benchmark e livelli di rischio diversi, è possibile calcolare la differenza tra il rendimento del portafoglio ( $r_i$ ) e quella del benchmark ( $r_{BENCHMARK}$ ), denominata tracking error:

$$TE_t = r_i - r_{BENCHMARK}$$

Il tracking error rappresenta il valore aggiunto che il portafoglio in esame ha prodotto rispetto al benchmark e costituisce quindi una misura delle capacità del gestore determinata su basi relative, dato che ogni portafoglio gestito viene confrontato con i propri obiettivi e non con un indicatore generico come l'attività risk-free. Una volta calcolate media e deviazione standard del tracking error è possibile determinare l'information ratio, un'ulteriore misura di risk-adjusted performance, definita come:

$$IR = \frac{\overline{TE}}{\sigma(TE_t)}$$

L'information ratio ha la proprietà di sintetizzare sia una misura di extra-rendimento sia di extra-rischio del fondo rispetto al benchmark. In base alla costruzione dell'indice emerge che un portafoglio gestito con una strategia passiva avrà un'information ratio prossimo allo zero, mentre un gestore attivo dimostrerà una elevata qualità del proprio operato nella misura in cui sarà stato in grado di massimizzare il proprio rendimento differenziale rispetto al benchmark e minimizzare la rischiosità, sempre su base differenziale.

### 3.5 Il sistema di rating di Morningstar

La Morningstar, società americana indipendente che si occupa di valutazione dei prodotti dell'industria del risparmio gestito, ha sviluppato un sistema di rating basato su una misura denominata "risk-adjusted" rating (RAR). Ogni fondo di investimento viene collocato e valutato all'interno di una categoria che svolge la funzione di parametro di riferimento, costruita non sulla base di benchmark generici, come quelli dichiarati nei prospetti informativi, ma della specifica composizione dei portafogli gestiti.

Il risk-adjusted rating di un fondo (RAR) appartenente ad una determinata categoria è determinato sottraendo una misura di rischio relativo ( $R_{Risk}$ ) ad una di rendimento relativo ( $R_{Re,t}$ ):

$$RAR = R_{Re,t} - R_{Risk}$$

Ciascuna misura relativa è calcolata rapportando la corrispondente misura del fondo per quella del relativo gruppo di appartenenza. Sulla base della misura RAR risultante dal procedimento descritto, Morningstar stila la propria classifica dei fondi all'interno del gruppo di appartenenza assegnando delle stelle. Il rating viene calcolato solo per i fondi che dispongono di dati su almeno tre anni. Ordinati i fondi secondo la

metodologia MRAR (Morningstar Risk Adjust Return), il primo 10% di fondi di una categoria riceve le cinque stelle, il successivo 22.5% quattro stelle, l'ulteriore 35% tre stelle, mentre al successivo 22.5% e all'ulteriore 10% vengono assegnate rispettivamente due e una stella.

Nella Figura 3.5 è riportato l'esempio di due fondi appartenenti alla stessa categoria Morningstar, uno però è stato valutato con cinque stelle, l'altro con una stella.

Nome	Prezzo di chiusura	Yield (%)	Categoria Morningstar	Rating Morningstar™
Zest Global Equity I Institutional EUR Acc	71.585,79 EUR	0,00	Bilanciati Aggressivi EUR - Globali	★★★★★
Allianz Glb Dyn Mult Asst Strat 75	32,94 EUR	0,00	Bilanciati Aggressivi EUR - Globali	★

**Figura 3.5 Rating Morningstar di due fondi Bilanciati Aggressivi EUR - Globali**

## BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Cesarini F., Gualtieri P., *I fondi comuni di investimento*, Il Mulino, 2005

“Glossario Finanziario”. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario.html>

“Mappa del risparmio gestito”. <https://www.assogestioni.it/dati-e-ricerche>

“Ricerche e analisi”. <https://www.assogestioni.it/dati-e-ricerche>

“Guida alla classificazione 2003.pdf”. [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it)

“ETF”. <https://www.morningstar.it/it/etfs/default.aspx>

“Fondi”. <https://www.morningstar.it/it/funds/default.aspx>

“LUX IM”. <https://www.bancageneraliprivate.it/prodotti/lux-im>

“I nostri fondi”. <https://www.azimut.it/public-private-markets/fondi>

“Prodotti e servizi”. <https://www.eurizoncapital.com/it-IT/offerta/prodotti>

“La società”. <https://www.compamfund.com/it/la-societa/>

# RINGRAZIAMENTI