**Fondi Flessibili: the beauty or the beast?**

Emanuele Maria Carluccio – Ugo Pomante

Sommario

[1. Premessa 1](#_Toc30702196)

[2. Un “mare magnum” chiamato Fondi Flessibili 5](#_Toc30702197)

[3. Fondi flessibili e *portfolio construction* 9](#_Toc30702198)

[4. I fondi flessibili a confronto con i portafogli *market neutral home bias adjusted* 15](#_Toc30702199)

[5. Una proposta di classificazione 18](#_Toc30702200)

[6. Conclusioni 21](#_Toc30702201)

# Premessa

La costruzione di un portafoglio è governata da alcune regole “auree” il cui mancato rispetto mina irrimediabilmente l’efficacia del processo di investimento. Esistono, cioè, principi imprescindibili che assumono la funzione di veri e propri “comandamenti” in grado di orientare le scelte di portafoglio verso la razionalità e la ragionevolezza finanziaria:

* il portafoglio deve essere adeguatamente diversificato, in modo tale da scongiurare che le performance siano influenzate da un numero limitato di *risk factor* (la storia dei mercati finanziari insegna, infatti, che i casi più clamorosi di default sono quasi sempre dovuti alla combinazione di concentrazione e sfortuna: dal momento che quest’ultima non può essere governata, diventa cruciale evitare la concentrazione);
* il portafoglio deve essere – e questo non certo per i vincoli imposti dalla normativa - adeguato alle esigenze dell’investitore, riflettendo di quest’ultimo sia l’orizzonte temporale di investimento, sia la tolleranza al rischio (non esiste un buon portafoglio in assoluto, perché esso è tale solo quando soddisfa il profilo dell’investitore);
* un investitore non dovrebbe mai limitare le proprie scelte di investimento e dovrebbe essere, quindi, libero di investire *worldwide*, senza escludere aprioristicamente alcun mercato (o fattore di rischio)[[1]](#footnote-1);
* il portafoglio non deve allontanarsi eccessivamente dal portafoglio *market neutral* (ossia da quel portafoglio la cui composizione è fedele alla dimensione – *market value* – dei singoli mercati), perché un portafoglio molto diverso da quello neutrale implica, per definizione, la presenza di scommesse che, a loro volta, presuppongono la presenza di una fiducia elevata nella capacità di prevedere il futuro andamento dei mercati (l’*overconfidence* è uno degli errori più pericolosi e frequenti in ambito finanziario e va quindi governato limitando la capacità delle views di divergere eccessivamente dalla *market neutrality*).

Per fare sì che questi principi siano efficacemente incorporati nel processo di costruzione del portafoglio, è indispensabile che tale processo sia organizzato in modo scientifico e, quindi, disciplinato. Anzi, l’organicità del modello di *portfolio construction* è tanto rilevante da fungere essa stessa da “comandamento”. Purtroppo, l’analisi del comportamento degli attori finanziari insegna che, nonostante l’esistenza di modelli finanziari sviluppati negli ultimi 70 anni[[2]](#footnote-2) ed i tentativi, da parte delle istituzioni finanziarie, di implementare tali modelli al fine di razionalizzare il processo di investimento, ancora oggi una significativa parte dei portafogli a supporto del servizio di consulenza alla clientela viene creata senza una vera disciplina, semplicemente come mera stratificazione temporale di prodotti di investimento. Ciò che sovente accade - non solo agli investitori che costruiscono i loro portafogli in autonomia, ma anche ai singoli *financial advisor*, dotati di ben maggiore competenza finanziaria - è che la fase di selezione dei prodotti prenda il sopravvento sul resto, riducendo la costruzione del portafoglio al rango di mero processo di *product allocation*. Ciò che accade è che l’“innamoramento” per i prodotti (di solito riconducibile a singole performance passate straordinarie[[3]](#footnote-3)) finisce con l’offuscare il comportamento dell’investitore/consulente che li seleziona, portando questi ultimi ad ignorare la qualità dell’allocazione complessiva del portafoglio. A tal proposito, il caso del fondo Carmignac Patrimoine è esplicativo di quanto una performance eccezionale (ed inattesa) possa alimentare una crescita esponenziale delle masse gestite; la Figura 1 mostra - sulla finestra temporale 31/12/ 2003 – 31/12/2019 - l’evoluzione dei *Net Total Assets* della classe principale di questo fondo; a seguito delle eccezionali performance messe a segno negli anni 2008 (+0,01%) e 2009 (+17,59%), Carmignac Patrimoine, nel triennio 2008-2010 ha palesato una crescita delle masse gestite del +730%, passando dai 2,79 mld di euro di fine 2007 ai 23,20 mld di euro di fine 2010, crescita dovuta solo per il +25,8% dall’effetto performance positiva del fondo e riconducibile, quindi, per il +704,2% ai nuovi investimenti.

**Figura 1: La dinamica temporale degli AuM del Fondo Carmignac Patrimoine, classe A EUR Acc (ISIN: FR0010135103)**



*Fonte: Nostre elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.*

La crescita del sistema finanziario e l’evoluzione del servizio di consulenza agli investitori è in buona parte subordinato alla diffusione del principio che il portafoglio debba sempre essere il risultato di un processo ordinato basato su step progressivi, nel quale la *product selection* è solo l’ultimo (e forse non il più importante[[4]](#footnote-4)) tassello. Sia la comunità scientifica, sia quella finanziaria convergono nel riconoscere che la *portfolio construction* debba essere un processo organizzato su tre fasi:

* l’asset allocation strategica, con la quale si definisce - sulla base di previsioni di lungo termine e grazie a robusti modelli di ottimizzazione - la combinazione ottimale di asset class (o mercati) che l’investitore dovrebbe mantenere, in media, nell’intero orizzonte temporale di investimento;
* l’asset allocation tattica, con la quale si apportano - sulla base delle *view* di breve termine - aggiustamenti periodici alla composizione strategica, nel tentativo di contribuire parzialmente alla performance dell’investitore, anticipando la dinamica attesa dei mercati;
* la selezione dei singoli prodotti, nella quale si procede - in coerenza con i pesi attribuiti ai singoli mercati e quindi subordinatamente alla necessità di creare un portafoglio in prodotti che sia in linea con l’asset allocation complessiva - alla selezione dei prodotti/strumenti ritenuti migliori.

Partendo, dunque, dal presupposto che un portafoglio nasca nel pieno rispetto di questo iter procedurale in grado di evidenziare e separare i tre principali *driver* della performance di un portafoglio (la capacità di prevedere i mercati nel lungo termine, la capacità di prevedere i mercati nel breve termine e la capacità di selezionare i migliori prodotti/strumenti), questo contributo intende indagare il ruolo assunto dai fondi flessibili, al fine di definire i contorni di un loro uso razionale che non metta a rischio la robustezza del processo di *asset allocation* e *di product selection*.

Il lavoro è strutturato nel modo seguente: nel paragrafo 2 si effettua una analisi del comparto dei fondi flessibili, allo scopo di riflettere sulle ragioni alla base del loro successo; il paragrafo 3 è dedicato all’individuazione di un processo razionale finalizzato al loro utilizzo, cioè subordinato alla necessità di implementare un processo disciplinato di costruzione del portafoglio; nel paragrafo 4 viene svolta un’analisi empirica finalizzata a verificare la capacità media dei fondi flessibili di battere il mercato; nel paragrafo 5 si propone un criterio di classificazione; seguono le conclusioni (paragrafo 6).

# Un “mare magnum” chiamato Fondi Flessibili

L’analisi della famiglia dei fondi flessibili ci pone di fronte ad una grande quantità di prodotti fortemente eterogenea. La definizione di fondo flessibile, infatti, è così estesa da poter ricomprendere soluzioni di investimento molto diverse tra loro. Tali prodotti condividono le peculiarità di non essere soggetti né a vincoli in termini di titoli nei quali investire, né di un benchmark da dichiarare che funga da *proxy* della loro composizione. Da ciò conseguono alcune peculiarità che permettono di delimitarne, almeno parzialmente, i vasti contorni:

* investono in una pluralità di mercati o, in altri termini, assumono contemporaneamente più fattori di rischio tra loro eterogenei;
* modificano frequentemente la loro composizione in *risk factor/*prodotti/asset class.

Tale *modus operandi* fa di questi prodotti una soluzione di investimento assai “intrigante”, perché essi, grazie al loro ampissimo spazio di operatività, sono potenzialmente in grado di performare positivamente in ogni condizione di mercato. La loro strategia flessibile, infatti, permette di cambiare tatticamente i fattori di rischio a cui il fondo è esposto, combinando *risky assets* e *safe assets* a seconda delle fasi orso/toro di mercato. Così, in una fase di *flight to quality*, una repentina riduzione delle componenti azionaria, obbligazionaria *high yield* e valute deboli a favore delle componenti obbligazionario alto rating e valute forti, può, non solo, limitare le perdite ma addirittura produrre guadagni. Ed è proprio l’“essere buoni fondi per ogni stagione” a spiegare, in larga parte, il successo di questa categoria di prodotti: la promessa di una strategia di investimento in grado di gestire tatticamente/dinamicamente le fasi congiunturali dei mercati diventa, soprattutto in fasi di elevata incertezza, un richiamo irresistibile. Si pensi, ad esempio, alla crescita dimensionale del comparto dei fondi flessibili obbligazionari[[5]](#footnote-5), che è stata largamente favorita dalla struttura dei tassi di interesse degli ultimi anni. In un contesto nel quale:

(a) l’investimento nell’obbligazionario *short term* presenta rendimenti negativi,

(b) l’investimento nell’obbligazionario ad elevata duration costituisce l’unica soluzione in grado di produrre rendimenti marginalmente positivi, ma, al tempo stesso, espone al rischio di ingenti perdite in caso di rialzo dei tassi di interesse,

il “canto” di chi promette una gestione attiva della duration, in grado di variare temporalmente la stessa in funzione della dinamica futura delle curve dei tassi di interesse, diventa irresistibile.

La Tabella 1, che riporta l’evoluzione negli ultimi anni del numero di fondi flessibili e del loro patrimonio gestito, offre una descrizione illuminante della crescita esponenziale del settore di tali prodotti: questo rappresenta, oggi, oltre il 25% dei fondi distribuiti in Italia e il 13% delle masse gestite.

**Tabella 1: Numerosità e AuM dei fondi flessibili (così come classificati da Assogestioni)**



*Fonte: Nostre elaborazioni su dati Assogestioni.*

La crescita significativa del segmento dei prodotti flessibili trova un’ulteriore giustificazione nella spinta da parte dei canali distributivi. Tali prodotti presentano (e il loro complesso stile di gestione in parte lo giustifica) commissioni di gestione elevate, di poco inferiori a quelle dei fondi azionari, ma sensibilmente superiori a quelle dei prodotti obbligazionari[[6]](#footnote-6). In un mercato, quello italiano, nel quale la remunerazione degli intermediari finanziari è ancora basato sulle retrocessioni, esiste un interesse economico nel distribuire fondi flessibili, in quanto questi contribuiscono ad accrescere il margine di intermediazione.

Il successo dei fondi flessibili appare dunque scontato, perché da un lato vi è l’interesse dell’intermediario distributore e dall’altro la propensione dell’investitore che, come un Ulisse contemporaneo, è attratto dalle sirene di un gestore potenzialmente sempre in *upside*.

A fronte del peso assunto dal segmento dei fondi flessibili, un modello razionale di selezione è determinante al fine di produrre soluzioni di investimento robuste. Ma utilizzare tali prodotti in modo adeguato, rispettando i già menzionati principi che disciplinano il processo di costruzione di portafoglio è tutt’altro che agevole. Il primo fattore di difficoltà è rappresentato dalla loro eterogeneità. I gestori flessibili hanno spazi di operatività così ampi da renderne difficile anche la semplice classificazione. Quando, infatti, i fondi presentano una natura *multi-asset/multi-risk,* i gestori posso attivare modelli gestionali così eterogenei da rendere complesso ricondurre i fondi a classi omogenee.

Inoltre, i fondi in esame hanno caratteristiche che li collocano in una posizione intermedia tra i prodotti bilanciati e quelli a performance assoluta: con i primi condividono la natura multi-asset/multi-risk; con i secondi l’assenza di un benchmark di riferimento e il conseguente obiettivo di perseguire un rendimento di tipo assoluto. Dati questi elementi di similitudine, è impossibile definire in modo netto i confini tra queste categorie ed è probabile che diversi *provider* procedano a classificazioni diverse:

* la variabile discriminante tra fondi bilanciati e flessibili è rappresentata dal grado di dinamismo dell’asset allocation del fondo ma, non essendovi una soglia di separazione oggettiva, è assai probabile che i fondi dal dinamismo medio siano classificati da alcuni come bilanciati e da altri come flessibili;
* la variabile discriminante tra fondi flessibili e a performance assoluta è rappresentata dal ricorso (assiduo in questi ultimi) di strategie di gestione che comportano l’uso di derivati, *short selling*, arbitraggio, leva nonché il ricorso ad asset class alternative; ma poiché è impossibile quantificare in modo preciso l’entità del ricorso a queste tecniche, il rischio di classificazioni eterogenee è elevato.

A riprova di ciò, la Tabella 2 mostra la classificazione di Assogestioni, Morningstar e Quantalys dei 10 più grandi[[7]](#footnote-7) fondi classificati “Flessibili” da Quantalys.

**Tabella 2: La classificazione della TOP 10 dei Fondi Flessibili distribuiti in Italia**



*Fonte: Nostre elaborazioni su dati Assogestioni, Morningstar, Quantalys.*

Trattandosi non di dieci generici fondi, bensì di quelli caratterizzati dagli asset under management di maggiore entità, l’informazione che se ne trae è rilevante: i provider hanno attribuito una diversa natura a ben 8 dei 10 prodotti. Questo esempio non mostra che la “punta dell’iceberg” di una problematica, quella della classificazione dei prodotti *non convenzionali*, che, alla luce del peso raggiunto nel settore del risparmio gestito, è diventato un tema “sensibile”. La difficoltà di identificarne le peculiarità espone al rischio di commettere pericolosi errori di selezione. Né certo aiuta quanto dichiarato nei documenti ufficiali, poiché i gestori, da un lato, hanno un interesse a comunicare politiche di gestione più attraenti (da qui, ad esempio, l’opportunismo di dichiarare una gestione flessibile piuttosto che bilanciata, oppure una attiva piuttosto che passiva), dall’altro comunicano - anche per ragioni di prudenza - spazi di gestione più ampi di quelli che poi verranno concretamente utilizzati (ad esempio, dichiarano di muovere la componente azionaria da 0% a 100%, senza però poi discostarsi da un range di oscillazione ben più limitato).

Alla luce di quanto sin qui esposto, una efficace classificazione dei fondi è essenziale al fine di evitare errori nella fase di *product selection*. Questo tema sarà oggetto di analisi nel §5.

# Fondi flessibili e *portfolio construction*

Data la dimensione assunta dal fenomeno dei fondi flessibili, lo sviluppo di efficaci modelli in grado di selezionare tali prodotti e contemporaneamente preservare le regole auree alla base della costruzione del portafoglio, diventa una *condicio sine qua non*.

Un primo aspetto centrale è quello del peso da attribuire a tali prodotti nell’ambito del portafoglio. Se non è possibile individuare un peso “ideale” per la componente flessibile, è quantomeno possibile isolare alcuni *driver* che aiutano nella quantificazione del peso corretto. Il pericolo latente è quello di riporre in questa categoria di prodotti una fiducia eccessiva, attribuendo agli stessi un peso elevato. Quando ciò avviene, ci si espone ad una serie di problemi qui di seguito elencati:

* quando i prodotti flessibili assumono una posizione dominante, diventa impossibile quantificare il peso assunto dalle asset class nel lungo termine e, conseguentemente, il portafoglio non è più guidato da un’asset allocation strategica. Questa circostanza ha delle ricadute negative in termini di pianificazione finanziaria, in quanto, in assenza di una composizione media che l’investitore è chiamato a mantenere *in the long run*: (*i*) non è possibile effettuare una stima del rendimento atteso e del rischio di lungo temine e conseguentemente (*ii*) non si possono applicare strumenti (ad esempio, il VaR, modelli di simulazione - parametrica e non - come il cono delle probabilità) in grado di fare proiezioni probabilistiche sull’andamento futuro dell’investimento;
* l’investitore che concentra il portafoglio sui prodotti flessibili assume implicitamente una fiducia “cieca” nei confronti nell’asset allocation tattica, ossia nella capacità di prevedere l’andamento dei mercati nel breve termine e nella conseguente capacità dei gestori flessibili di fare *market timing*. Purtroppo, l’elevata fiducia nella capacità di anticipare l’andamento dei mercati *in the short run*, cozza con la difficoltà di prevedere i mercati nel breve termine[[8]](#footnote-8) in un contesto di crescente efficienza informativa dei mercati[[9]](#footnote-9);
* in un portafoglio “dominato” dalla componente flessibile, l’asset allocation tattica periodicamente implementata è ignota, essendo una combinazione delle scelte di *market timing* effettuate dai gestori selezionati. Ciò impedisce di formulare una regia tattica (*overlay* tattico) che permetta, da un lato, di avere una conoscenza costante del peso assunto dalle singole asset class in portafoglio e, dall’altro, di effettuare la scomposizione del contributo reddituale riconducibile all’asset allocation strategica e tattica, senza la quale diventa impossibile misurare i principali *driver* della redditività. È per certi versi paradossale che chi “crede” nell’asset allocation tattica a tal punto da investire pesantemente in prodotti flessibili, non abbia poi gli strumenti per governare la tattica né ex-ante, né ex-post;
* l’uso eccessivo dei prodotti flessibili (come quelli bilanciati) determina una crescita sensibile delle commissioni di gestione medie. Ciò avviene perché quando l’investitore copre una parte significativa della componente obbligazionaria del suo investimento ricorrendo a fondi multi-asset piuttosto che a fondi obbligazionari, il costo commissionale medio del portafoglio aumenta, in ragione della differenza tra le commissioni di gestione medie applicate nel segmento flessibile (≅1,3%, per le classi retail) ed in quello obbligazionario dell’area euro (≅ 0,86%, sempre per le classi retail). Ma questo, se ci pone nell’ottica delle reti e/o delle banche che operano in un mercato il cui pricing è ancora basato sulle retrocessioni delle commissioni di gestione dei prodotti, non è necessariamente un aspetto negativo.

Il ricorso cospicuo ai fondi flessibili ha, quindi, delle conseguenze significative sull’intero processo di costruzione del portafoglio. L’asset allocation strategica viene svuotata di qualsiasi significato, sino a tal punto che, coerentemente con quanto fanno i gestori flessibili, non si dovrebbe identificare un benchmark composito, ma solo un target di rischio e/o un obiettivo (si badi bene: non una aspettativa) di redditività. Si rinuncia aprioristicamente a misurare il contributo reddituale riveniente dalle singole fasi di costruzione del portafoglio. In sintesi, dietro la scelta di attribuire un peso elevato a tali prodotti vi è un “atto di fede” circa la capacità dei gestori flessibili di svolgere efficacemente sia l’asset allocation, sia la *stock/bond selection*. E, in effetti, solo una fiducia assoluta può giustificare la decisione di rinunciare ad un governo ex-ante ed ad un controllo ex-post del portafoglio. Rielaborando la frase indimenticabile di un film indimenticabile: *Investing in flexible fund is “like a box of chocolates. You never know what you’re gonna get”*. E la scatola è davvero immensa, scegliere i prodotti migliori è tutt’altro che facile e, soprattutto, non si vive di soli fondi flessibili.

Il ricorso eccessivo a questi prodotti comporta, quindi, una serie di esternalità negative che ne giustificano un uso controllato ed un loro “confinamento” nella sola componente *satellite* del portafoglio. L’esperienza, la sensibilità finanziaria ed il buon senso suggeriscono, infatti, che il peso della componente flessibile dovrebbe variare, in funzione della soggettiva propensione per questi prodotti e più in generale per il *market timing*, in un range [0%; 20%]. Inoltre, la presenza (mancanza) di un servizio di *overlay* tattico, ossia di un governo accentrato delle manovre tattiche, dovrebbe suggerire una collocazione nella parte più a sinistra (destra) dell’intervallo.

Detto, quindi, che la fiducia nel *market timing* e nella capacità di selezione dei migliori gestori flessibili, non sono condizioni sufficienti per rinunciare ai vantaggi di un modello di costruzione del portafoglio basato sulla coesistenza tra asset allocation strategica ed asset allocation tattica, subentra l’esigenza di verificare quale sia il criterio più adatto per introdurre in modo disciplinato i fondi flessibili all’interno di un portafoglio guidato da un’asset allocation strategica. Il quesito centrale da porsi è se selezionare, o meno, ai fini della costruzione dell’asset allocation, specifiche asset class dedicate ai prodotti flessibili.

Nel caso in cui si optasse per l’assenza di specifiche classi flessibili, l’asset allocation sarebbe composta da asset class monetarie, obbligazionarie, azionarie ed, eventualmente, anche da altre asset class rappresentative del mondo investimenti alternativi. In assenza di una specifica classe di attività alla quale ricondurre in modo univoco i prodotti flessibili, questi ultimi devono essere oggetto di una scomposizione (tramite *look through* o *style analysis[[10]](#footnote-10)*) grazie alla quale desumere quale sia la porzione dell’asset allocation coperta da ogni singolo fondo flessibile. Optando per tale soluzione, i fondi flessibili contribuiscono a popolare contemporaneamente più asset class. Tale soluzione, tuttavia, presenta alcuni punti di debolezza qui di seguito elencati ed analizzati:

* è inverosimile pensare che si riesca a misurare con esattezza la composizione in asset class dei fondi flessibili, a prescindere dalle tecnica di stima utilizzata: il *look through* è possibile solo in finestre temporali discrete, poco frequenti e spesso ritardate e ciò impedisce - al di fuori di queste finestre - di fare assunzioni circa la composizione dei prodotti; la *style analysis*, soprattutto per i fondi flessibili, non è sempre in grado di restituire risultati affidabili, a causa della difficoltà della tecnica di regressione di trovare una combinazione di asset class capace di spiegare il comportamento di un gestore la cui natura è quella di variare frequentemente la composizione di portafoglio. Ne consegue che la presenza di fondi flessibili in portafoglio contribuisce ad accrescere il rischio di errori nella lettura dell’asset allocation del portafoglio;
* la traduzione di un fondo flessibile come combinazione di asset class può alimentare la falsa credenza che una combinazione di fondi attivi multi-asset sia compatibile con un modello di portafoglio basato sul concetto di asset allocation e può, quindi, indurre l’investitore (o il suo consulente) ad eccederne nell’uso;
* l’assenza di asset class dedicate ai flessibili crea delle difficoltà quasi insormontabili in fase di riallocazione periodica del portafoglio. Infatti, nel momento stesso in cui il modello di lettura della composizione di un fondo segnala una modifica (che data la natura dei prodotti è spesso rilevante) del mix in asset class, tale variazione produce un effetto che si riverbera sulla totalità delle asset class che compongono il portafoglio, con la conseguenza di dover effettuare una molteplicità di compravendite allo scopo di riallineare il portafoglio in prodotti all’asset allocation target. In pratica, la modifica della composizione dei fondi flessibili produce un effetto che si propaga a (quasi) tutte le asset class, obbligando (ai fini del ripristino della coerenza con l’asset allocation) ad effettuare un numero elevato di aggiustamenti periodici;
* lo sviluppo di un *overlay* tattico è pressoché impossibile, alla luce della difficoltà oggettiva di isolare l’impatto di *market timing* prodotto dalla componente flessibile.

Per tutti questi possibili inconvenienti è decisamente preferibile optare per l’inserimento di asset class *ad hoc* per i prodotti flessibili, le quali fungeranno, come detto, da componente *satellite* del portafoglio. La necessità di gestire al meglio la variabile rischio suggerisce, poi, di creare due asset class distinte: una riservata ai fondi flessibili prudenti ed una a quelli più volatili. Relativamente alla scelta degli indici da utilizzare ai fini della rappresentazione dei comparti flessibili, è consigliabile utilizzare indici costruiti come panieri di fondi flessibili, piuttosto che indici compositi costruiti come combinazione statica di benchmark azionari ed obbligazionari[[11]](#footnote-11).

Al di là di qualche sporadica critica (che non trascureremo), questa soluzione presenta molti pregi:

* permette di disciplinare l’utilizzo di tali prodotti, limitandone la presenza in portafoglio al solo peso attribuito alle asset class flessibili;
* facilita sensibilmente il processo di ricomposizione del portafoglio, in quanto una modifica della composizione di un prodotto flessibile non produce effetti sull’asset allocation implicita del portafoglio;
* la presenza di prodotti flessibili non ostacola l’implementazione di un processo di *overlay* tattico che può essere facilmente sviluppato sulla componente *core* di portafoglio composta da fondi direzionali o mono-asset.

Si potrà eccepire che è ardito effettuare stime di rendimento atteso per asset class che non rappresentano mercati, bensì combinazioni di gestori. Noi stessi conveniamo sul fatto che sia inverosimile produrre stime di rendimento atteso che presuppongono la capacità di stimare la futura abilità di un pool di gestori; e per questa ragione, l’uso del modello di Black-Litterman (1992) permetterà di stimare i rendimenti attesi senza esprimere views sulle asset class flessibili, lasciando che la stima sia veicolata dalle views sulle altre asset class, dalla matrice delle covarianze e dalla composizione del portafoglio *market neutral*.

# I fondi flessibili a confronto con i portafogli *market neutral home bias adjusted*

Alla luce di quanto testé affermato, questa categoria di prodotti merita una presenza nei portafogli degli investitori, ma l’uso va disciplinato allo scopo di evitare che essi assumano un peso eccessivo, minando la ragionevolezza e la linearità del processo di *portfolio construction*. L’investitore deve, quindi, resistere alla tentazione di eccedere nell’uso, facendosi attrarre da uno stile di gestione senza dubbio accattivante, nella sua promessa di mutare composizione a seconda delle condizioni congiunturali del mercato. Si è altresì evidenziato che l’uso eccessivo di tali prodotti appare incoerente con le verifiche empiriche che, data la crescente efficienza informativa dei mercati, dimostrano la difficoltà di anticipare l’andamento dei mercati nel breve termine.

Il modo più semplice per esortare ad un uso controllato dei prodotti flessibili è quello di dimostrare che tali prodotti, in media, non sono in grado di sovraperformare il mercato. A tale scopo, abbiamo implementato una verifica empirica in grado di mettere a confronto, sul triennio 31/12/2016 – 31/12/2019, la performance conseguita da un panel di fondi rispetto a portafogli neutrali corretti (*adjusted*) per incorporare il fenomeno dell’*home bias*.

Il numero di fondi analizzato è pari a 615 e rappresenta la totalità dei prodotti *multi-asset* e *total return* distribuiti da una delle principali reti di consulenti finanziari italiana[[12]](#footnote-12). L’evidenza empirica ha poi riguardato 516 prodotti, poiché 99 fondi si caratterizzano per una profondità storica inferiore a tre anni. La performance dei fondi è stata calcolata (con dati *Quantalys*):

* incorporando, per i prodotti a distribuzione, il contributo reddituale riveniente dai flussi di cassa periodici;
* convertendo in euro il NAV dei fondi denominati in valuta estera.

Allo scopo di verificare la capacità di battere il mercato, si è confrontata la performance triennale dei fondi con quella di portafogli in asset class che fungono da *proxy* dell’investimento neutrale di un investitore italiano. A tal fine, si è fatto ricorso ad investimenti *market neutral* - ossia fedeli alla dimensione (*market value*) dei mercati finanziari - sovrapesati nella componente obbligazionaria domestica, al fine di incorporare la tendenza dell’investitore italiano a limitare l’esposizione in valuta estera, prediligendo investimenti obbligazionari denominati in euro. La Tabella 3 mostra la composizione dei portafogli neutrali *home bias adjusted* e dà evidenza degli indici di mercato (tutti *total return*, in modo da incorporare l’effetto reddituale riconducibile alle cedole e ai dividendi staccati dai titoli) utilizzati al fine di ricostruire le serie storiche dei rendimenti delle asset class. Al fine di creare un ventaglio di portafogli con livelli di rischio via via crescenti, si è progressivamente aumentata la componente azionaria e ridotta quella obbligazionaria dove quest’ultima mantiene, per tutti i portafogli, la medesima composizione infra-gruppo[[13]](#footnote-13). Le serie storiche degli indici, tutte denominate in euro per incorporare l’effetto cambio, sono di fonte *Thomson Reuters Datastream*.

**Tabella 3: La composizione dei portafogli *market neutral home bias adjusted***



L’analisi è di facile interpretazione: se a parità di rischio un portafoglio neutrale (corretto per l’*home bias*) ha performato meglio di un fondo flessibile, quest’ultimo non può essere giudicato positivamente, in quanto un investitore che si fosse limitato a replicare un portafoglio neutrale (riducendo l’esposizione valutaria estera complessiva), avrebbe conseguito un risultato *risk adjusted* migliore.

Per effettuare un’analisi in grado di incorporare correttamente la variabile costi di gestione, il rendimento degli indici di mercato è stato decurtato di un importo pari alle commissioni medie dei fondi *retail* (cfr. Tabella 4) appartenenti a categorie coerenti con quelle dei singoli mercati con i quali sono stati costruiti i portafogli neutrali. Operando in tal modo, tanto i fondi quanto i portafogli in indici incorporano l’impatto economico delle commissioni pagate da un investitore *retail*.

**Tabella 4: Le commissioni medie dei fondi di classe retail**



*Fonte: Nostre elaborazioni su dati Quantalys.*

L’analisi, sintetizzata nella Figura 2, permette di apprezzare come i portafogli neutrali dominino, nello spazio rischio-rendimento i fondi flessibili; l’assenza persino di casi sporadici di fondi in grado di performare meglio dei portafogli neutrali appare addirittura sorprendente. Questa evidenza conferma, da un lato, le difficoltà connesse alla implementazione del *market* *timing* in un contesto di efficienza informativa crescente e, dall’altro, rafforza il nostro suggerimento di non abusare di questa categoria di prodotti.

**Figura 2: Le combinazioni rischio-rendimento dei fondi e dei portafogli neutrali corretti per l’home bias nel triennio 31/12/2016 – 31/12/2019**



*Fonte: Nostre elaborazioni su dati Quantalys e Thomson Reuters Datastream.*

# Una proposta di classificazione

Una volta definiti i confini di un uso razionale dei prodotti flessibili, si propone un criterio di classificazione che risulti coerente con il loro utilizzo quale componente *satellite* di un portafoglio investito prevalentemente in fondi mono-asset. Tale soluzione può essere di interesse per quelle istituzioni finanziarie che – volendo in qualche modo regolare l’uso di tali prodotti – intendano individuare un criterio di selezione che abbia solide basi metodologiche. Oltre che descrivere l’iter di classificazione, provvederemo ad applicarlo al *panel* di fondi utilizzato nella verifica empirica svolta nel paragrafo precedente.

Il primo step consiste nella identificazione dei fondi effettivamente meritevoli del *brand* di fondi flessibili. A tal fine, si propone un’analisi numerica che, con l’ausilio della *style analysis*, permette di separare il segmento dei fondi flessibili rispetto ai prodotti bilanciati e *total return*. La tesi è che, qualora la *style analysis* (implementata utilizzando come regressori 10 di indici di mercato[[14]](#footnote-14) rappresentativi dei più rilevanti mercati finanziari) evidenzi un valore di R2 molto alto, il fondo vada considerato come un fondo bilanciato, dal momento che l’elevata capacità della regressione di spiegare il comportamento del prodotto rileva che l’asset allocation implicita del fondo non subisce significative variazioni nel tempo; all’opposto, quando il valore di R2 è molto basso, l’incapacità della regressione di identificare una combinazione di mercati in grado di spiegare la performance del fondo, suggerisce che il fondo attua strategie di gestione che la regressione lineare non riesce a cogliere/interpretare. Questo accade quando il fondo è *total return*: l’uso di derivati, *short selling*, arbitraggio, leva nonché di asset class alternative impedisce alla style analysis di spiegarne il comportamento.

Per l’identificazione del sottoinsieme dei prodotti flessibili è stata effettuata (sulla finestra temporale 31/12/2016-31/12/2019) la style analysis di tutti i fondi del *panel*, e si sono poi eliminati quelli per i quali l’R2 della style analysis è risultata rispettivamente superiore all’80% ed inferiore al 20%. Degli iniziali 516 prodotti aventi una serie storica di almeno 3 anni, ne residuano 224: 39 sono stati eliminati perché considerati *total return* in virtù di un R2 inferiore al 20%, mentre ben 253 sono stati trascurati perché catalogati come bilanciati, a causa di un R2 superiore all’80%.

Il risultato di questo esercizio è in grado di fornire utili indicazioni ai fini della strutturazione del paniere dei fondi distribuiti: nell’ipotesi in cui il numero dei prodotti classificati come flessibili sia esiguo, l’intermediario dovrebbe ampliare la gamma dei prodotti, stipulando accordi di distribuzione con altre case di gestione.

Come secondo step del processo, i fondi classificati come flessibili devono essere oggetto di segmentazione in classi omogenee. A tal proposito, è da evitare sia la creazione di un numero eccessivo di classi che renderebbe poi complesso il processo di selezione, sia la creazione di un numero di classi troppo esiguo, che impedirebbe di isolare sottoinsiemi di prodotti tra loro eterogeni. Si è provveduto alla creazione di quattro distinte classi, utilizzando quali variabili discriminanti:

* il rischio, inteso come deviazione standard dei rendimenti dei prodotti; al fine di discriminare tra prodotti a rischio basso e a rischio medio-alto, si è utilizzata come variabile-soglia la deviazione standard del portafoglio neutrale *home bias adjusted* caratterizzato da una componente azionaria pari al 25%;
* il valore assunto dall’R2 della *style analysis*; i fondi il cui R2 è superiore al 50% sono classificati come Flessibili Medio Dinamismo, mentre quelli con R2 inferiore al 50% sono classificati come Flessibili Alto Dinamismo.

L’applicazione di questo modello di segmentazione ha condotto alla classificazione riportata nella Tabella 5.

**Tabella 5: La classificazione dei fondi flessibili per livelli di rischio e grado di direzionalità della gestione**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Categorie Flessibili** | **Rischio Basso** | **Rischio Medio-Alto** |
| **Medio Dinamismo** | 39 | 118 |
| **Alto Dinamismo** | 17 | 50 |

Una segmentazione così organizzata aiuta, da un lato, a selezionare prodotti flessibili con livelli di rischio coerenti con la tolleranza al rischio dell’investitore e, dall’altro, permette di discriminare tra prodotti flessibili caratterizzati da un grado più o meno pronunciato di attività di *market timing*.

In definitiva, quindi, una classificazione cosi condotta può efficacemente orientare il processo di selezione, ma occorre comunque disporre di un efficace modello di valutazione della qualità dei fondi, in grado di premiare le caratteristiche che rendono i prodotti flessibili particolarmente appetibili per gli investitori (ad esempio la minimizzazione dei *drawdown* nelle fasi orso di mercato) per poter giungere ad una vera e propria rankizzazione del catalogo prodotti a propria disposizione; in altri termini, o con il supporto di fornitori esterni di score/rating dei fondi, o sviluppando un modello di rating/score proprietario, andranno isolati, all’interno di ogni sotto-categoria, i fondi meritevoli di selezione.

L’obiettivo finale da perseguire è quello sintetizzato nella Figura 3, nella quale, applicando sul triennio 2016-2019 un modello di scoring in grado di premiare i fondi capaci di produrre alti rendimenti limitando il *downside* risk, è stato possibile identificare, in ciascuna delle quattro classi, i fondi *best in class*, ossia quelli che, in ragione della loro ottima *performance* (si apprezzi la loro collocazione nello spazio Maximum Drawdown di periodo – Rendimento Medio Annuo), meritano di essere preferiti agli altri.

**Figura 3: I fondi *Best in Class***

|  |  |
| --- | --- |
| **Rischio Basso – Medio Dinamismo** | **Rischio** **Medio-Alto – Medio Dinamismo** |
| **Rischio Basso – Alto Dinamismo** | **Rischio Medio-Alto – Alto Dinamismo** |

*Fonte: Nostre elaborazioni su dati Quantalys e Thomson Reuters Datastream.*

# Conclusioni

Il presente contributo ha preso le mosse dall’analisi dell’enorme successo fatto registrare, negli ultimissimi anni, dal comparto dei fondi flessibili, letteralmente esploso sia in termini di nuovi prodotti via via offerti sul nostro mercato, sia in termini di masse allocate sugli stessi nei portafogli della clientela privata. Data la dimensione assunta dal fenomeno in oggetto, è risultato inevitabile doversi interrogare sull’esistenza, o meno, di efficaci modelli in grado non solo di selezionare tali prodotti ma anche, e soprattutto, di preservare le regole auree alla base della costruzione del portafoglio. Ciò che è emerso in modo incontrovertibile dalle verifiche effettuate è che è decisamente preferibile, in sede di costruzione dei portafogli modello, optare per l’inserimento di asset class *ad hoc* per i prodotti flessibili, alle quali assegnare un ruolo di mera componente *satellite*. Per gestire, poi, al meglio la variabile rischio che caratterizza tali prodotti, è parso preferibile suggerire di creare due asset class distinte: una riservata ai fondi flessibili prudenti ed una riservata a quelli più volatili. In merito, alla scelta dei benchmark da utilizzare ai fini della relativa rappresentazione, è apparso decisamente opportuno consigliare indici costruiti come panieri di fondi flessibili, piuttosto che indici compositi costruiti come combinazione statica di benchmark azionari ed obbligazionari.

Allo scopo di verificare la capacità di questi fondi di battere il mercato, si è voluta mettere a confronto la performance triennale dei fondi flessibili con quella fatta registrare, nel medesimo orizzonte temporale, dai portafogli in asset class che fungono da *proxy* dell’investimento neutrale di un investitore italiano. L’analisi svolta ha dimostrato chiaramente come i portafogli neutrali abbiano dominato, nello spazio rischio-rendimento, i fondi flessibili; a tal punto che si è registrata persino l’assenza anche solo di casi sporadici di fondi in grado di performare meglio dei portafogli neutrali. Tutto questo non ha fatto altro che confermare sia le difficoltà connesse all’implementazione del *market* *timing* in un contesto di efficienza informativa crescente, sia il nostro forte convincimento di non dover abusare di questa categoria di prodotti.

Da ultimo, dopo aver confinato il ruolo di tali prodotti ad una componente *satellite* di un portafoglio investito prevalentemente in fondi direzionali mono-asset, si è proposto un criterio di classificazione, prima, e di selezione, poi, che risultasse metodologicamente robusto e solido. Si è pervenuti, cosi, in prima battuta alla individuazione di quattro peer group dati dalla combinazione congiunta sia del grado rischio (basso versus medio-alto), sia del grado di dinamismo (medio versus alto) dei fondi flessibili; si è poi conclusa l’analisi con l’individuazione, in ciascuno dei quattro cluster, dei (pochi) fondi *best in class* che, in ragione della loro collocazione nello spazio Maximum Drawdown di periodo – Rendimento Medio Annuo, hanno meritato di essere preferiti agli altri.

In definitiva, quindi, il successo dei fondi flessibili deve essere letto, a nostro avviso, prevalentemente come un fenomeno di natura commerciale, dettato sia dal desiderio di voler/poter offrire alla clientela dei prodotti in grado di performare in tutte le fasi di mercato, sia dalla necessità di dover vendere questo “sogno” in cambio del maggior costo implicito che caratterizza questo tipo di prodotti, mediamente sempre più cari dei fondi direzionali di pari rischio. Di fronte alle evidenze che anche in questa sede sono state fornite, il mercato farà registrare un inevitabile ridimensionamento del comparto preso in esame in questo studio; varrebbe la pena chiedersi sin d’ora quale sarà il nuovo segmento sul quale dirottare le nuove speranze o, meglio, i nuovi sogni di rendimenti migliori in grado di giustificare costi maggiori ma il timore che si tratti di un segmento – quello dei prodotti illiquidi – caratterizzato da problemi analoghi, se non maggiori, di quelli che abbiamo incontrato in questo studio consiglia immediatamente di dedicare ad esso un contributo ad hoc.

**Bibliografia**

Ang, A. e Bekaert, G., 2007, Stock Return Predictability: Is it There?, The Review of Financial Studies, Vol. 20, N. 3 (May).

Asness, C.S., Moskowitz, T.J. e Pedersen, L.H., *Value and Momentum Everywhere*, The Journal of Finance, Vol. 68, N. 3 (June).

Fama, E.F. e French, K.R., 1992, *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, Vol. 47, N. 2 (June).

Black, F. e Litterman, R., 1992, *Global Portfolio Optimization*, Financial Analysts Journal, Vol. 48, Issue 5.

Brinson, G.P., Hood, L.R. and Beebower, G.L. *Determinants of Portfolio Performance*, Financial Analysts Journal, Vol. 42, N. 4 (July – August).

Grinblatt, M., e Titman, S., 1989, *Portfolio Performance Evaluation: Old Issues and New Insights*, The Review of Financial Studies, Vol. 2, N. 3.

Henriksson, R.D., e Merton, R.C., 1981, *On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills*, The Journal of Business, Vol. 54, N. 4 (October).

Lintner, J., 1965, *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, The Review of Economics and Statistics, Vol. 47, N. 1 (February).

Markowitz, H.M., 1952, *Portfolio Selection*, The Journal of Finance, Vol. 7, N. 1 (March).

Markowitz, H.M., 1959, *Portfolio Selection: Efficient Diversification ok Investments*, New York, Wiley.

Mossin, J.,1966, *Equilibrium in a Capital Asset Market*, Econometrica, Vol. 34, N. 4 (October).

Patel, J., Zeckhauser, R. e Hendricks, D., 1996, *Investment flows and performance: Evidence from mutual funds, cross-border investments and new issues*, in R. Sato, R. Levitch, and R. Ramachandran, Japan, Europe and the International Financial Markets: Analytical and Empirical Perspectives Cambridge University Press, New York.Pesaran, H.M., e Timmermann, A., 1994, Forecasting stock returns an examination of stock market trading *in the presence of transaction costs*, Journal of Forecasting, 13 (August).

Pesaran, H.M., e Timmermann, A., 2000, *A Recursive Modelling Approach to Predicting UK Stock Returns*, Economic Journal, 110 (January).

Ross, S.A., 1976, *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*, Journal of Economic Theory, 13 (December).

Sharpe, W.F., 1964, *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk,* The Journal of Finance, Vol. 19, N. 3 (September).

Sharpe, W.F., 1988, *Determining a Fund’s Effective Asset Mix*, Investment Management Review (December).

Sirri, E.R. e Tufano, P., 1998, *Costly search and mutual fund flows*, Journal of Finance Vol. 53, N. 5 (October).

Treynor, J., e Mazuy, K., 1966, *Can mutual funds outguess the market?*, Harvard Business Review 44.

1. Asness, Moskowitz e Pedersen (2013). [↑](#footnote-ref-1)
2. Markowitz (1952, 1959), Sharpe (1964), Lintner ([1965](https://it.wikipedia.org/wiki/1965)) e Mossin ([1966](https://it.wikipedia.org/wiki/1966)), Ross (1976), Fama e French (1992). [↑](#footnote-ref-2)
3. Cfr. Sirri e Tufano (1998) , Patel, Zeckhauser e Hendricks (1996). [↑](#footnote-ref-3)
4. Brinson, Hood e Beebower, 1986. [↑](#footnote-ref-4)
5. I fondi classificati da Assogestioni come obbligazionari flessibili erano, a fine 2009, meno di 100; alla fine del III Trimestre 2019 (ultimo dato disponibile) sono oltre 300. [↑](#footnote-ref-5)
6. Le nostre elaborazioni su dati Quantalys suggeriscono che i fondi *retail* delle categorie “Flessibili Globale” e “Flessibili Prudenti Globale” presentano commissioni di gestione medie rispettivamente pari a 1,39% e 1,24%. I fondi azionari (sempre *retail*) si caratterizzano per una commissione di gestione media pari all’1,50%, mentre i fondi obbligazionari dell’area Euro presentano una commissione di gestione media pari allo 0,86%. [↑](#footnote-ref-6)
7. In termini di AuM della loro classe principale. [↑](#footnote-ref-7)
8. Sulla incapacità dei fondi di implementare strategie tattiche, cfr. Treynor e Mazuy (1966), Henriksson and Merton (1981), Grinblatt and Titman (1989). [↑](#footnote-ref-8)
9. Tuttavia, nell’ambito della letteratura non mancano le evidenze empiriche (Pesaran e Timmermann 1994, 2000 e Ang e Bekaert 2007) che mostrano la capacità di produrre rendimenti “abnormal” mediante strategie di *market timing*. [↑](#footnote-ref-9)
10. Sharpe (1988). [↑](#footnote-ref-10)
11. Il vantaggio di questa scelta risiede soprattutto nel fatto di poter, in fase di valutazione ex-post, comparare la performance dei fondi flessibili selezionati con il comportamento medio del comparto flessibile nel suo complesso. [↑](#footnote-ref-11)
12. Per ragioni di privacy non ci è possibile dare *discosure* della identità dell’istituzione finanziaria. [↑](#footnote-ref-12)
13. La composizione infra-gruppo della componente obbligazionaria è la seguente:

     [↑](#footnote-ref-13)
14. Gli indici di mercato utilizzati sono: JPM Euro Cash 3 Months, JPM EMu Gov. All Maturities, JPM Global Gov. Bond, ICE BofAML Global High Yield, JPM EMBI Global, ICE BofAML Global Large Cap Corporate, MSCI Europe, MSCI Nord America, MSCI Pacifico e MSCI Emerging Markets. Le serie storiche sono di fonte *Thomson Reuters Datastream*. [↑](#footnote-ref-14)