

BIG IN DIFFICOLTÀ | Negli ultimi tre anni i prodotti di terzi, nel comparto bilanciati e azionari internazionali, sono stati battuti dai fondi italiani. I grandi brand aiutano ad aumentare la raccolta. Ma per i risparmiatori costi alti e non giustificati dai risultati *di Luca Fornovo*

MULTIMANAGER TUTTI QUELLI CHE SBAGLIANO

A

ltro che Morgan Stanley, Jp Morgan, Julius Baer e Bnp Paribas. Non sempre i nomi roboanti delle grandi banche d'affari sono garanzia di buoni risultati nel risparmio gestito. Anzi. Dall'inchiesta condotta da *TuttoFondi Morningstar* emerge che i multimanager, cioè quei prodotti che hanno come sottostante fondi per lo più dei grandi brand stranieri, spesso hanno fatto peggio degli italiani. Considerati i rendimenti annualizzati degli ultimi tre anni, al 31 agosto 2007, nel comparto dei bilanciati e degli azionari internazionali large cap, i multimanager hanno registrato performance inferiori alla media del settore. Scorrendo la tabella nella pagina a fianco l'unica eccezione è il Bipiemme & Co 30 che, con un guadagno del 5,40%, è riuscito a battere la media dei bilanciati prudenti dell'area euro (4,6%). Nella stessa categoria non ce l'han-

Le performance dei fondi multimanager

Dati in euro disponibili al 31 agosto 2007 - Fonte: Morningstar Direct

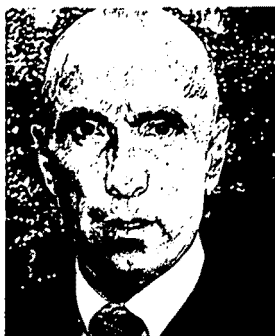
Fondo	Categoria Morningstar	Valore attivi (euro)	Num. di titoli	% primi dieci titoli	Rend. % 3 anni	Morningstar rating	
						Overall	3 anni
BILANCIATI AGGRESSIVI (EURO)					11,26*		
Bipiemme & Co 70	Euro Aggressive Balanced	8.917.278	20	81,54	8,08	2	2
Ducato MM Equity 50-100	Euro Aggressive Balanced	19.074.889	46	47,58	7,83	1	2
Aureo PrimaClasse Dinamico	Euro Aggressive Balanced	73.809.214	20	75,29	7,51	2	2
Bds Arcobaleno Energia	Euro Aggressive Balanced	46.528.385	32	53,26	6,89	2	2
Pixel MultiFund - Aggressivo	Euro Aggressive Balanced	1.306.436	12	97,43	6,08	1	1
Bipitalia MultiFdo Comp C 30/70	Euro Aggressive Balanced	1.794.645	20	84,55	5,10	1	1
Azimet MultiFdo Comp Equilibrato	Euro Aggressive Balanced	111.248.000	9	100,00	4,87	1	1
BILANCIATI PRUDENTI (EURO)					4,60*		
Bipiemme & Co 30	Euro Cautious Balanced	78.997.368	20	88,77	5,40	3	4
Ras Multi20	Euro Cautious Balanced	579.124.357	78	46,72	3,66	3	2
Aureo PrimaClasse Valore	Euro Cautious Balanced	66.815.072	20	76,65	3,55	2	3
Bds Arcobaleno Opportunità	Euro Cautious Balanced	691.916.765	41	57,08	3,54	3	3
Intesa Bouquet Profilo Attivo	Euro Cautious Balanced	128.233.484	61	47,85	3,54	3	3
Intesa Bouquet Profilo Prudente	Euro Cautious Balanced	749.815.798	61	48,75	2,91	2	2
Ducato MM Equity 10-50	Euro Cautious Balanced	39.742.966	33	46,11	2,59	1	2
Intesa Bouquet Profilo Conserv	Euro Cautious Balanced	535.522.450	44	50,90	1,82	2	2
Intesa Bouquet Profilo Conserv 2	Euro Cautious Balanced	2.280.089.049	44	50,63	1,81	2	2
Sai Multi Fund Linea Prudente	Euro Cautious Balanced	16.094.200	44	47,46	1,51	1	1
BILANCIATI MODERATI (EURO)					8,29*		
Bipiemme & Co 50	Euro Moderate Balanced	39.385.566	20	82,91	7,92	3	3
Ras Multi50	Euro Moderate Balanced	206.045.242	75	40,96	6,65	2	2
SAI Multi Fund Linea Dinamica	Euro Moderate Balanced	17.853.348	56	42,71	5,96	2	2
Bds Arcobaleno Equilibrio	Euro Moderate Balanced	206.480.745	41	52,50	5,44	2	2
Ducato MM Equity 30-70	Euro Moderate Balanced	39.241.269	42	35,11	5,00	1	2
Intesa Bouquet Profilo Dinamico	Euro Moderate Balanced	101.563.850	60	48,02	4,44	2	2
Gestnord Open Fd Bilanciato Intl	Euro Moderate Balanced	16.531.058	20	79,74	4,24	1	2
Bipitalia MultiF Comp B 50/50	Euro Moderate Balanced	3.335.236	21	75,65	3,58	1	1
Pixel MultiFund - Moderato	Euro Moderate Balanced	2.343.567	10	100,00	3,57	1	1
AZIONARI EUROPA LARGE CAP					17,67*		
Gestnord Open Fd Azioni Europa	Europe Large	13.573.174	13	88,64	15,71	3	3
Ras MultiEuropa	Europe Large	238.023.747	27	58,22	15,51	3	3
AZIONARI INTERNAZIONALI LARGE CAP					12,59*		
Aureo PrimaClasse Crescita	Global Large	37.800.287	19	72,75	10,61	3	3
Sai Multi Fund Linea Aggressiva	Global Large	14.188.413	40	49,64	10,58	3	3
Bipiemme & Co 90	Global Large	7.823.962	18	84,96	9,93	3	3
Ducato MM Global Equity	Global Large	128.907.812	32	44,93	9,92	2	2
Ras Multi90	Global Large	111.364.427	41	40,76	9,81	2	3
Gestnord Open Fd Azioni Intl	Global Large	8.679.972	22	70,93	9,18	2	3
Bds Arcobaleno Crescita	Global Large	63.195.411	31	59,15	9,10	3	3
PIXel MultiFund - Tematico	Global Large	904.535	7	100,00	8,50	2	2
Nextra Port Multimanager Equity	Global Large	17.192.856	19	67,86	7,77	2	2
Bipitalia MultiFdo Comp D 10/90	Global Large	2.364.178	9	100,00	6,98	2	2
Azimet MultiFdo Comprescitivo	Global Large	46.791.000	9	100,00	6,65	1	1
Pixel MultiFund - Globale	Global Large	1.644.087	10	100,00	5,03	1	1

I rendimenti sono al lordo dell'imposta sul capital gain

no fatta, invece, il Ras Multi20 (3,66%) e l'Aureo PrimaClasse Valore (3,55%), che comunque si sono piazzati al secondo e terzo posto tra i multimanager.

Gli italiani più bravi dei multimanager

Al contrario, nettamente superiori sono stati i rendimenti (sempre annualizzati degli ultimi tre anni) dei bilanciati italiani prudenti (vedi tabella in pagina). La stessa Bipiemme con il prodotto della casa Mix ha totalizzato il 7,59% e Ubi Pramerica il 6,22 per cento. La sconfitta dei prodotti di terzi si estende, poi, ai bilanciati aggressivi: la media del settore è 11,26% ma i migliori dei multimanager, il Bipiemme & Co 70 e il Ducato MM Equity 50-100, hanno portato a casa rispettivamente «solo» l'8,08% e il 7,83 per cento. Tra gli italiani, invece, Ubi Pramerica Portafoglio ha messo a segno il 13,49 per cento. La débacle dei multimanager è evidente anche nei bilanciati moderati: la media del settore è 8,29%, mentre il Bipiemme & Co 50 e il Ras Multi50 si fermano al 7,92% e al 6,65 per cento. Ben al di sopra della media, invece, il bilanciato italiano di Azimut. Il fondo della Sgr guidata da Pietro Giuliani ha raggiunto il 10,7 per cento. Sempre nella stessa categoria, bene anche Carige Bilanciato Euro (10,6%) e Bim Bilanciato (10,11%). Non si deve fare, però, di tuttata l'erba un fascio. In molti settori, i multimanager possono portare concretamente del valore aggiunto (vedi intervista a pagina 56), per esempio nei fondi azionari, in particolare in quelli che investono sulle Borse americane e sui mercati emergenti. Comunque, i risultati di quest'inchiesta sfatano il mito del gestore estero. Ma se gli italiani, su certi prodotti, non hanno motivi di nutrire complessi d'inferiorità nei confronti dei colleghi stranieri, è vero, però, che devono imparare a costruire meglio e con più attenzione i portafogli dei multimanager. Intanto, facendo più



Pietro Giuliani
AZIMUT

selezione dei fondi. Anche perché, come si è visto, le grandi firme internazionali dell'asset management non sempre possono assicurare qualità e risultati.

Più marketing, più raccolta

Certo, fare leva su un nome altisonante aiuta spesso a fare marketing. Brand illustri come quelli di Merrill Lynch, Pictet, Jp Morgan possono servire ad attrarre un maggior numero di clienti istituzionali, ma anche retail, e quindi a ottenere una raccolta più ricca. In tal senso, un esempio paradigmatico arriva dai multimanager del Crédit Agricole Am: la pattuglia dei quattro fondi bilanciati prudenti Intesa Bouquet ha raccolto complessivamente circa 3,7 miliardi. Il pieno di sottoscrizioni l'Sgr guidata da Michel Pelossoff l'ha fatta con Intesa Bouquet Profilo Conservativo 2 (2.280 milioni), seguito dal Profilo Prudente (749,8 milioni). Entrambi sono fondi flessibili che investono fino a un massimo del 15% del portafoglio in azioni e il resto in strumenti monetari e obbligazionari.



Michel Pelossoff
CREDIT AGRICOLE

Ma il boom di raccolta non è accompagnato affatto da rendimenti brillanti. Tutt'altro: i due fondi citati di Intesa Bouquet hanno guadagnato l'1,81 e il 2,91% mentre la media del settore per i bilanciati prudenti è di circa il doppio (4,6%).

Spauracchio subprime

Ecco perché, come si è già detto in precedenza, meglio non farsi abbagliare dai marchi altisonanti, ma guardare con attenzione cosa c'è nel portafoglio dei vari fondi. Il tema è, poi, di strettissima attualità tanto più se si considera quanto è successo con i mutui americani *subprime* (ad alto rischio d'insolvenza). Questi prodotti, una volta re-impacchettati all'interno di cartolarizzazioni come Abs (Asset backed securities), Mbs (Mortgage backed securities) e Cdo (Collateralized debt obligation), sono riusciti a invadere, grazie an-

I migliori fondi bilanciati italiani a quattro e cinque stelle

Dati in euro disponibili al 31 agosto 2007 - Fonte: Morningstar Direct

Fondo	Società di gestione	Categoria Morningstar	Morningstar rating ^P	Rend. ^{**} 3 anni annualizz. %	Valore tot. attivi
Bipiemme Visconteo	Bipiemme Gestioni Sgr	Euro Cautious Balanced	★★★★★	6,18	1.256.076.909
Bim Bilanciato	Bim Intermobiliare Sgr	Euro Moderate Balanced	★★★★★	10,11	95.908.482
Ubi Pramerica Portafoglio	Ubi Pramerica Sgr	Euro Aggressive Balanced	★★★★	13,49	78.024.242
Ubi Pramerica BilEuraRiC	Ubi Pramerica Sgr	Euro Cautious Balanced	★★★★	6,22	1.401.577.130
Carige Bilanciato Euro	Carige Sgr	Euro Moderate Balanced	★★★★	10,60	167.070.131
Fondo Alto Bilanciato	Fondi Alleanza	Euro Moderate Balanced	★★★★	6,93	594.867.000
Sanpaolo Strategie SC 30	Eurizon Capital Sgr	Euro Cautious Balanced	★★★★	4,98	251.775.287
Bipiemme Mix	Bipiemme Gestioni Sgr	Euro Cautious Balanced	★★★★	7,59	546.070.947
Nextra Bilanciato Euro	Caam Sgr	Euro Moderate Balanced	★★★★	8,77	2.039.645.541
Azimut Bilanciato	Azimut Sgr	Euro Moderate Balanced	★★★★	10,70	602.470.000

*Rating calcolato al 30 settembre 2007 - ** Performance al lordo dell'imposta sul capital gain

che ai rating elevati, il portafoglio di numerosissimi fondi. Anche di quelli che hanno un profilo tutt'altro che aggressivo. Guardando al prospetto informativo di Intesa Bouquet Profilo Conservativo si scopre, per esempio, che questo multimanager ha investito in diversi fondi specializzati in Abs, come l'Abn Amro Abs Return Bond, il Julius Baer Abs Fund, l'Invesco Ce-Enh Cash. Una strategia che senza dubbio deve aver minato le performance del fondo del Crédit Agricole e ha portato il money manager ad alleggerire le posizioni aperte sulle cartolarizzazioni. Al riguardo, appare piuttosto esplicito il commento, al 31 agosto 2007, del gestore dell'Intesa Bouquet Profilo Conservativo: «Per quanto riguarda la componente total return, la quota complessiva è stata parzialmente diminuita, riducendo soprattutto i fondi cash plus con investimento prevalente in Abs».

Ma Abs e Mbs non vanno, per forza, viste come il fumo negli occhi. In Bipiemme Gestioni sottolineano che «questi prodotti sono categorie di titoli molto ampie, che possono essere legate a una vasta gamma di attività, settori e classi di merito creditizio, anche di ottima qualità». Tuttavia, la presenza di Abs e Mbs è estremamente limitata nel multimanager



Pietro Cirenei
BIPIEMME GESTIONI

Biipiemme & Co: il comparto 30 ha in portafoglio una percentuale del 2,2% circa di Abs e dello 0,2% di Mbs; la linea 50 ha l'1,4% in Abs e lo 0,1% in Mbs; il comparto 70 ha l'1,2% in Abs e lo 0,2% in Mbs; il 90 è investito per lo 0,3% in Abs e per lo 0,06% in Mbs. Dalla Sgr guidata dal direttore generale Pietro Cirenei ci tengono a precisare che «Biipiemme & Co non ha esposizione diretta o indiretta a titoli cartolarizzati, garantiti da prestiti residenziali americani di bassa qualità o subprime».

La tagliola dei costi

Oltre alle performance poco esaltanti di una parte dei multimanager, un altro deterrente all'acquisto di questi prodotti arriva dai costi, in genere più alti rispetto ai fondi tradizionali. Visti i rendimenti non troppo brillanti, appaiono per esempio un po' salate le commissioni dei multimanager Pixel Multifund, cioè quei fondi che lo scorso 4 maggio sono stati incorporati da Pioneer Investment Management, la Sgr del gruppo Unicredit. Per effetto della fusione, le commissioni di gestione applicate ai comparti del Pixel Multifund sono diventate uguali a quelle previste per i fondi Pioneer. Di conseguenza, per i comparti Globale e Tematico le commissioni sono state aumentate dall'1,40 al 2 per cento. Per il comparto Aggressivo l'incremento è passato dall'1,40 all'1,60 per cento. Mentre per il comparto moderato la commissione è stata ridotta dall'1,40 all'1,30 per cento. Ma l'incremento dei costi non è affatto compensato da un miglioramento delle performance. Anzi. Il Pixel Multifund Moderato ha guadagnato il 3,57% contro l'8,29% della media del settore. Mentre negli azionari internazionali large cap il Pixel Multifund Globale si è fermato al 5,03% contro il 12,59% del settore.

Il decalogo di McKinsey sul «buon» multimanager

«Non sarà la pillola magica per tutti i problemi del risparmio gestito, ma il multimanager non è neppure da demonizzare. Certo è bene che le società di gestione, che decidono di utilizzare i prodotti di terzi, seguano alcune regole». Omar Collavizza, esperto di risparmio gestito di McKinsey, ha spiegato a *TuttoFondi Morningstar* quali sono le linee guida per fare del buon multimanager.

Dottor Collavizza, quale deve essere, intanto, la missione del multimanager?

Fare leva sui nomi di spicco delle grandi banche d'affari internazionali può servire alle Sgr di casa nostra per fare marketing e ottenere una raccolta più sostanziosa. Ma l'obiettivo principale deve rimanere quello di creare valore per i risparmiatori.

E come?

Innanzitutto, con la selezione. La Sgr deve dimostrarsi indipendente nella scelta dei gestori. Quindi non legarsi mai solo a uno-due nomi blasonati, ma avere un'ampia rosa di money manager.

Il secondo passo da fare?

Capire bene cosa offrono i diversi gestori e guardare cosa c'è dentro i loro fondi. In genere, ogni Sgr crea per i multimanager un team dedicato alla selezione dei gestori e dei singoli fondi, supportato da potenti database su serie storiche di dati di rischio e performance che permettono di analizzare ai raggi X i prodotti selezionati.

Nel dettaglio, come devono muoversi?

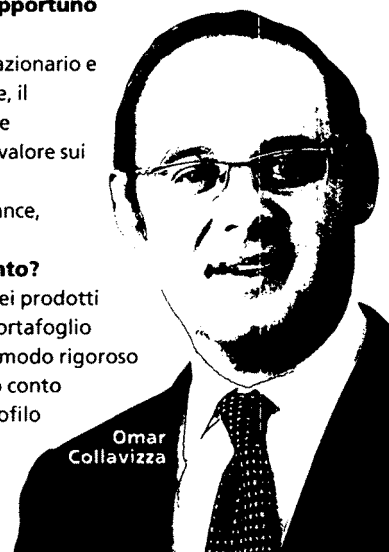
Innanzitutto, prestare attenzione ai portafogli. Ciò analizzare le performance storiche dei vari fondi. Poi è importante andare a trovare spesso il gestore straniero per capire quali strategie e tecniche di gestione utilizza per il suo fondo.

Ma in quali aree è più opportuno usare il multimanager?

Soprattutto sul comparto azionario e del credito. Statisticamente, il multimanager ha maggiore potenziale di creazione di valore sui mercati in cui esiste forte dispersione delle performance, come le Borse emergenti.

Un ultimo comandamento?

Completata la selezione dei prodotti occorre poi costruire un portafoglio coerente. Ciò definire in modo rigoroso l'asset allocation, tenendo conto dell'ottimizzazione del profilo di rischio complessivo.



Omar Collavizza