

Il Benchmarking EUROpeo

di Alberto Lanzavecchia*

Come noto, dal primo luglio di quest'anno è stato reso obbligatorio dalla Consob l'uso del benchmark da parte dei gestori dei fondi comuni di investimento. Assogestioni ha presentato nel luglio scorso a Milano un'iniziativa volta ad una maggiore informazione. La complessità della costruzione di un indice rischia di essere un ostacolo per coloro che dovrebbero trarre giovamento dallo loro introduzione: i riparmiatori. Sicuramente, seguiranno altre iniziative e pubblicazioni, come quella già annunciata da Beltratti dell'Università Bocconi. Questo piccolo contributo vuole essere di inizio, di introduzione alla problematica della costruzione di un benchmark, ma ancor più, alla sua presunta o pretesa utilità per la clientela retail.

Come e perché si costruisce un benchmark? Esso non è altro che un modo sintetico per rappresentare un certo mercato ed esserne il riferimento. Lo scopo della sua obbligatoria introduzione è quello di offrire un appropriato termine di paragone, affinché l'investitore possa valutare la capacità della SGR di migliore (o uguagliare) l'andamento del mercato di riferimento. Tale bravura e capacità di gestione avrebbe come contropartita il pagamento delle provvigioni e le commissioni di ingresso, anche come stimolo e incentivo a far meglio.¹ Ecco perché la scelta del benchmark diventa cruciale. I problemi nascono quando coesiste una varietà di indici sul medesimo oggetto, ciascuno con proprie caratteristiche riguardo la *country allocation*, l'attribuzione dei pesi ai titoli, i criteri di selezione o la definizione del settore.

Cerchiamo allora di evidenziare origine e differenze, fra i nuovi "indici Euro" e "Europei".

QUATTRO FAMIGLIE DI INDICI

Gli indici Europei possono essere così raggruppati (tabella 1):

- MSCI (Morgan Stanley Capital International). MSCI è stato tra i primi a sviluppare l'idea di indici con le stesse caratteristiche in tutte le parti del mondo.
- Stoxx. Questa società nasce nel 1997 per opera di Dow Jones e le borse tedesca, svizzera e francese; ha creato la famiglia di indici DJ Stoxx.
- Gli indici FTSE. La famiglia di indici Eurotop sono prevalentemente utilizzati dagli investitori Inglesi.
- Standard & Poor's. Sono tra i più recenti e sono basati sul modello del US S&P 500. Le informazioni in nostro possesso non sono complete e l'analisi risultato pertanto difficoltosa.

* Analista finanziario

¹ Teoria esposta da: Di Guida in "Politiche di pricing dei FCI e un'analisi sulle commissioni di incentivo", AF, n.31, 1998.

Tabella 1 - Le quattro famiglie di indici

Società	Area	Indici globali	Nr. azioni incl.	Indici Blue Chips	Nr azioni incl.
MSCI	Euro	MSCI EMU			
	Europe	MSCI Europe			
DJ Stoxx	Euro	DJ Euro Stoxx	324	DJ Euro Stoxx 50	50
	Europe	DJ Stoxx	653	DJ Stoxx 50	50
FTSE	Euro	Eurobloc 300	300	Eurobloc 100	100
	Europe	Eurotop 300	300	Eurotop 100	100
S&P	Euro	Euro	158		
	Europe	Euro+	200		

Fonte: SG

E' doveroso menzionare anche gli indici specificamente creati per le Mid Cap Europee:

- Nel gennaio 1998 MSCI ha creato: MSCI Europe small caps, MSCI EMU Small caps e MSCI non-EMU small caps. Per essere comprese, il controvalore della società deve essere compreso tra 200 e 800 milioni di dollari;
- FTSE ha lanciato, operativo dal 16/11/98, l'indice FTSE EuroMid per le Mid Cap Europee;
- Nel gennaio 1997 il francese "Nouveau Marché", il tedesco "Neuer Markt", il belga "Euro-NM Belgium" e l'olandese NMAX hanno creato un indice composito dei quattro sotto indici nazionali: l'Euro-NM index.

I Criteri per la stock selection

La scelta delle azioni che compongono il paniere di ogni indice é diverso fra le società da esaminare. In particolare:

Dow Jones Stoxx 50

Il processo di selezione é definito da una matrice settori/paese. L'obiettivo é selezionare le 50 azioni più scambiate e più importanti, all'interno del loro settore. Questo processo é scomponibile in tre fasi. Nella prima, tutte le azioni vengono ordinate in diversi segmenti (risultanti da un mix paese/settore); nella seconda, vengono classificate le azioni per livello di liquidità (dal più alto al più basso); nella terza, le azioni più liquide vengono prese finché non rappresentano il 40% della capitalizzazione totale del segmento. Le 50 azioni top sono prelevate per far parte del paniere.

Si noti che nella seconda fase non c'è più alcun riferimento alla nazionalità del titolo: questo aspetto é la spiegazione di una inusuale rappresentazione territoriale fornita dal DJ Stoxx 50.

Un'altra importante differenza rispetto agli indici nazionali é che il peso di una singola azione non può superare il 10% della ponderazione totale dell'indice.

Dow Jones Stoxx

L'obiettivo di questo indice é rappresentare almeno l'80% della capitalizzazione totale per ogni Paese e settore.

Il processo di selezione per gli indici globali é diverso. Per prima cosa, il processo più importante di selezione delle capitalizzazioni di mercato é fatto a livello Paese, finché il 50% della capitalizzazione di ogni mercato non é stato raggiunto. Successivamente, una selezione a livello di settore é fatta finché non viene rappresentato l'80% della capitalizzazione di settore. Per questo, i mercati con una bassa concentrazione hanno un maggior numero di aziende selezionate. Ad esempio, occorrono 90 azioni francesi per raggiungere l'80% della capitalizzazione della borsa domestica, quando in Germania ne sono sufficienti 40.

Eurobloc 100

Vengono estratte le 60 azioni principali dal FTSE E-Bloc 300 più altre 40 prese da una selezione settoriale.

Eurotop 100

Le azioni vengono selezionate sulla base della loro capitalizzazione di borsa valutata alla fine dell'anno precedente. Pertanto questo indice include solo azioni che soddisfano un livello minimo di capitalizzazione richiesto, senza considerazioni settoriali o di Paese.

Eurotop 300

Sono considerate le 300 più grandi società europee, in termini di valore di mercato.

MSCI

Ogni indice rappresenta circa il 60% della capitalizzazione di una Borsa domestica. Le azioni sono selezionate in modo da rappresentare circa il 60% della capitalizzazione di ogni settore. Dal momento che i settori sono solo 8 e le "industries" 38, queste ultime rimangono il criterio prevalente di selezione.

Gli indici S&P

I due criteri guida sono:

1. Liquidità e capitalizzazione sono le caratteristiche prevalenti. Per questo alcuni settori possono essere esclusi e alcune azioni, importanti nel mercato domestico, possono venire escluse da S&P per questo motivo. Per quanto riguarda il flottante, azioni detenute dallo Stato o da un partner strategico non vengono considerate: l'effettivo livello di azioni in circolazione é quello che conta.
2. *Country allocation*. Le azioni selezionate devono garantire un "ragionevole" equilibrio geografico.

In generale, per quanto riguarda il mantenimento della composizione del paniere di riferimento, normalmente gli indici domestici vengono revisionati ogni trimestre, mentre quelli sulle *blue chips* una volta all'anno.

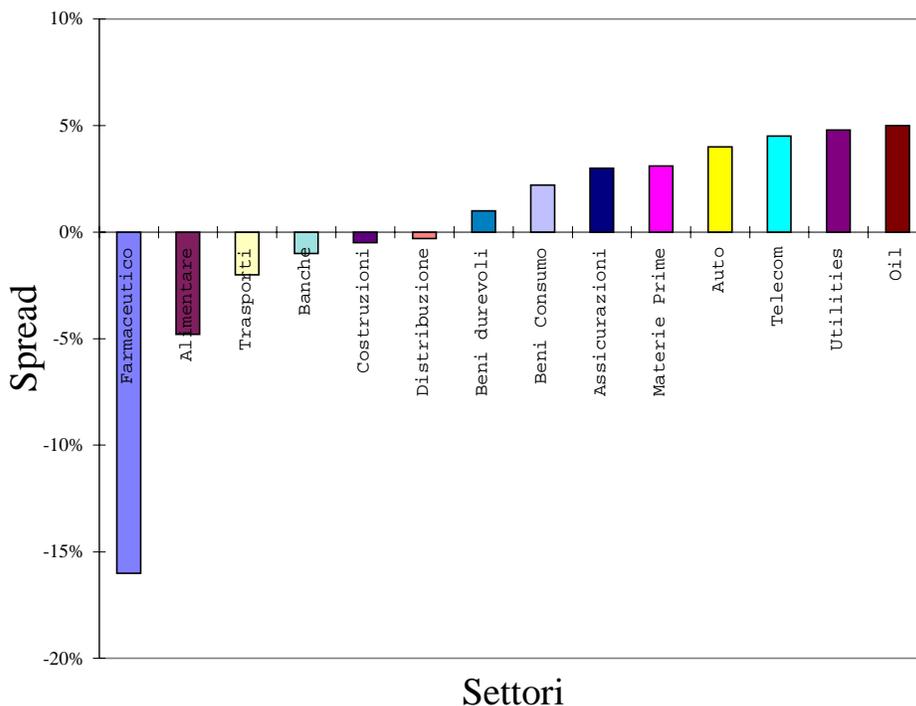
Tali cambiamenti sono essenzialmente dovuti a criteri di liquidità e capitalizzazione. Altre motivazioni sono riconducibili a privatizzazioni, fusioni, acquisizioni o altri eventi eccezionali.

COMPARAZIONE TRA I DIVERSI INDICI

L'identificazione di una zona Euro

Le differenze settoriali sono particolarmente pronunciate fra i due blocchi principali: Euro e Non Euro (Grafico 1). In particolare, il settore farmaceutico sarà praticamente assente dalla zona Euro, e ciò potrebbe provocare distorsioni nella valutazione di tali aziende.

Grafico 1 - Spread nella rappresentazione settoriale: EURO/Non Euro (%)



La composizione settoriale

Non é agevole trarre conclusioni sulla rappresentazione settoriale poiché la stessa azienda viene talvolta inserita in settori diversi, a seconda della famiglia di indici da considerare (tabella 2).

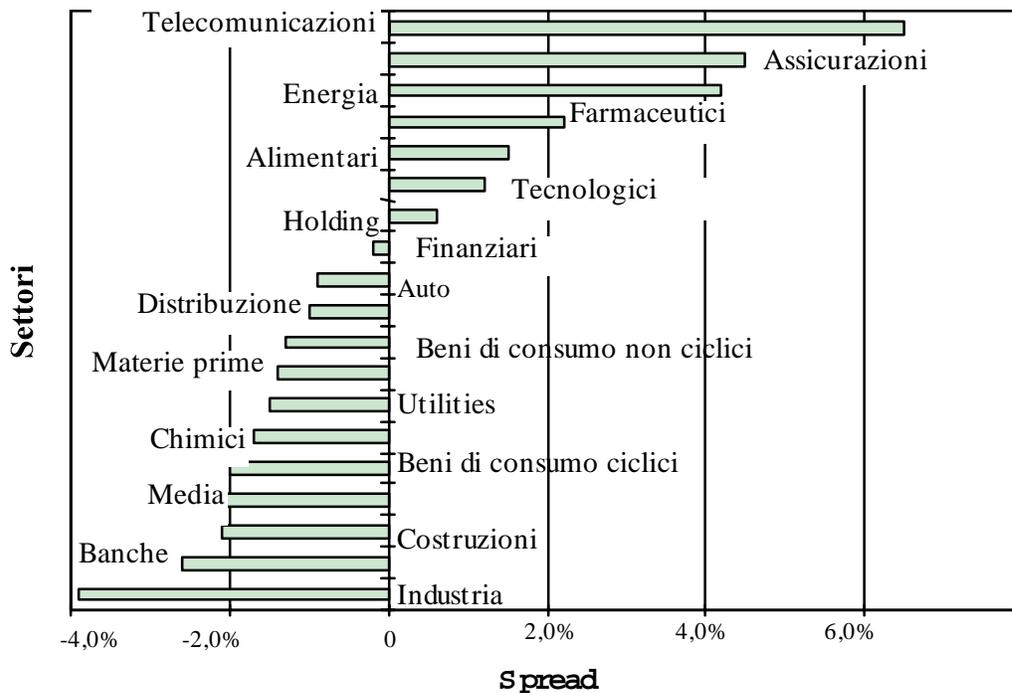
Tabella 2 - Esempio di diversa classificazione settoriale: alcune azioni francesi.

	Segmentazione economica		Segmentazione tematica	
	MSCI	FTSE	Stoxx	S&P
Alcatel	Capital Equipment	Elect/ Electr.Equipment	Technology	Communication Services
BIC	Consumer goods	Non compreso	Consumer non- cyclical	Consumer cyclicals
Carrefour	Merchandising	Retailers	Retail	Consumer staples
Danone	Food/Beverage/ Tobacco	Consumer goods/ food	Food & beverage	Consumer staples
L'Oréal	Pharma & Cosmetics	Consumer goods/Households	Consumer non- cyclical	Consumer staples
Promodes	Merchandising	Retailers	Consumer non- cyclical	Consumer staples

Tuttavia, sono possibili le seguenti due considerazioni sulla distorsione nella rappresentazione settoriale:

1. Gli indici basati sulle blue-chip automaticamente sovrappesano i settori ad alta capitalizzazione di mercato. Confrontando il Dow Jones Stoxx con il Dow Jones Europe 50 ciò appare evidente: Assicurazioni, energia, farmaceutici e telecomunicazioni sono sovrappesati; industriali, banche e imprese di costruzioni sono, al contrario, sotto rappresentati (grafico 2).
2. La definizione dei settori é diversa. MSCI e FTSE usano una classificazione “economica” (materie prime/ industria/ servizi/ finanza); S&P e Dow Jones aggiungono due settori basati sulla ciclicità del prodotto (ciclici/ non-ciclici, nello Stoxx; ciclici di largo consumo/ beni di base nello S&P). Da aggiungere anche che S&P e Stoxx hanno un unico settore tecnologico, mentre gli altri due hanno una maggiore segmentazione.

Grafico 2 - Spread settoriale tra indici Blue chips e indici globali (Stoxx)



La rappresentazione per Paese

La scelta dell’inserimento o meno di un Paese, va al di là dell’appartenenza alla zona Euro. Per esempio, la Gran Bretagna non é inclusa negli indici-Euro S&P; nel DJ Stoxx 50 le “small countries” non sono considerate; gli indici FTSE considerano la capitalizzazione di borsa (il Londinese é il principale, seguito da Germania, Francia, ecc.): nell’Eurotop 100 un Paese deve pesare almeno il 2,5% del totale per essere ammesso, ma il Lussemburgo non é ammesso in nessuno fra i detti indici! Alcune azioni del mercato greco sono incluse solo nel DJ Stoxx, poiché secondo la classificazione del MSCI la Grecia é un Paese emergente.

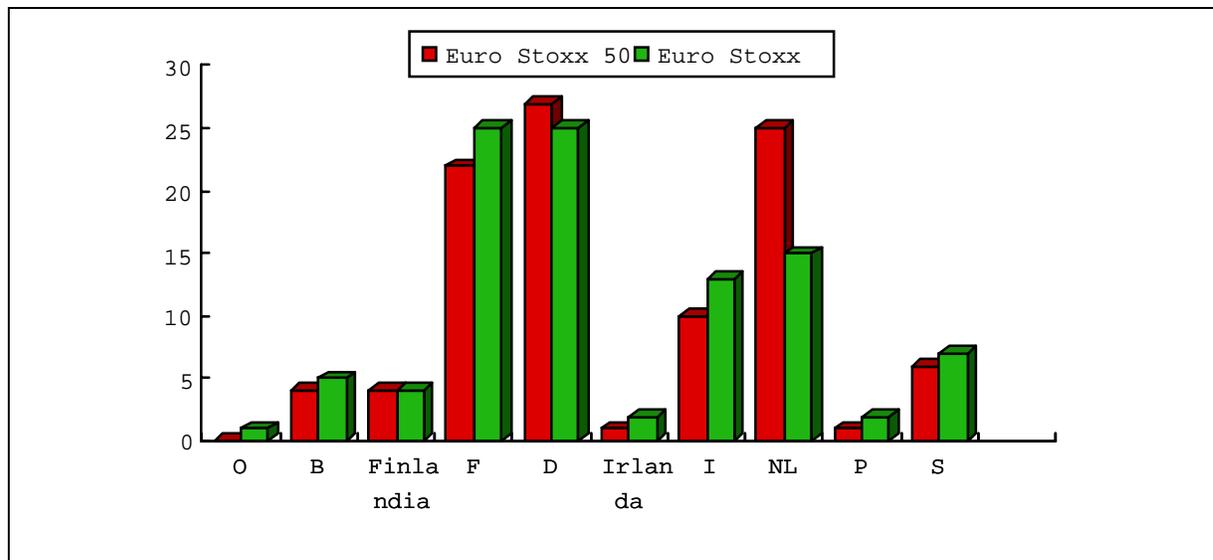
Ciò é dovuto, ancora una volta, dai diversi criteri sottostanti alla stock selection. A livello di Paese, l’Eurotop 100, non includendo mercati inferiori al 2,5% del totale della capitalizzazione dell’indice, esclude la Finlandia, mentre il Belgio é compreso. Ne consegue che una azienda come Nokia, fra le più capitalizzate d’Europa, non é inclusa, mentre Petrofina sì. Gli indici Euro S&P, diversamente, sono basati su criteri settoriali e di liquidità, con importanti divergenze associate. La tabella 3 riassume la situazione.

Tabella 3 - Da 7 a 16 i Paesi presi in considerazione

Indice	N. Paesi	Area Euro	N. Paesi	Europa
MSCI	10	Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Italia, Olanda, Portogallo, Spagna	15	+ Danimarca, Norvegia, Svezia, Svizzera, UK
DJ Stoxx	10	Come MSCI	16	Come sopra + Grecia
DJ Stoxx 50	9	Come MSCI - Austria	9	Finlandia, Francia, Germania, Italia, Olanda, Spagna, Svezia, Svizzera, UK
FTSE-100	7	Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Italia, Olanda, Spagna.	9	Belgio, Francia, Germania, Italia, Olanda, Spagna, Svezia, Svizzera, UK
FTSE-300	10	Come MSCI	15	+ Danimarca, Norvegia, Svezia, Svizzera, UK
S&P	10	Come MSCI	14	+Danimarca, Norvegia, Svezia, Svizzera.

Le differenze permangono e si accentuano se si comparano gli indici basati su blue chip o più ampi. Se confrontiamo gli “indici Euro”, come rappresentato dal grafico 3, si nota che l’Olanda é fin troppo presente, rispetto alla sua economia reale o al PIL, a scapito dell’Italia. In Europa, Olanda e Svizzera pesano più della Francia. Se includiamo la Germania, questi Paesi sono sicuramente sovra-rappresentati, a spese della Gran Bretagna.

Grafico 3 - I Paesi di area Euro



Non ci sono invece grosse differenze fra le famiglie di indici globali europei, fatta eccezione della Gran Bretagna, che da sola pesa dal 30 al 35%;² la Germania pesa per un 15% circa e la Francia tra il 12 e 14% circa.³, in linea con le rispettive graduatorie delle capitalizzazioni di borsa.

² Il DJ Stoxx attribuisce un peso alla Gran Bretagna di ben 5 punti percentuali in meno rispetto all’Eurotop 300.

³ In questo caso, il DJ Stoxx é superiore all’Eurotop 300 di 2 punti percentuali.

CONCLUSIONI

Prima di scegliere un benchmark di riferimento occorre conoscere la sua composizione, al fine di cogliere appieno le divergenze e le intrinseche caratteristiche.

Dalla rassegna dei nuovi indici europei e area Euro, emergono alcune grosse e sostanziali differenze.

La rappresentazione settoriale differisce non solo per effetto della classificazione delle imprese e il peso loro attribuito, ma anche per la diversa “vocazione” a settori industriali di taluni mercati.

A livello di Paese, le differenze sono riconducibili non solo all'appartenenza o meno all'area Euro, ma ai criteri della formazione degli indici: la Gran Bretagna é del tutto assente dagli indici-Euro, ma viene di gran lunga sovrappesata quando presente.

Da queste e da altre considerazioni che lasciamo comprendere al lettore, dovrebbe emergere la problematicità nella scelta di un benchmark, affinché azioni in portafoglio e indice di riferimento siano il più possibile compatibili e confrontabili, al fine di garantire chiarezza, oggettività e trasparenza.

Ci preme solo sottolineare come una scelta non coerente con il mercato su cui il fondo investe (é un benchmark anche l'indice ISTAT sull'inflazione o il rendimento dei Bot), potrebbe generare una commissione occulta. Le provvigioni di gestione, lungi dall'essere un'incentivo e un premio per la strategia seguita, sarebbero solo legate all'errata determinazione del benchmark corretto.