

Un'analisi sugli investimenti indicizzati a basso costo

Dr. Stephen Lawrence e Dr. Jan-Carl Plagge

- A causa dei cambiamenti normativi, dell'introduzione degli ETF e della crescente consapevolezza dei vantaggi derivanti da investimenti a basso costo, negli ultimi anni gli investimenti indicizzati sono divenuti una tendenza globale, con una platea di investitori in costante espansione.
- Questo documento spiega perché ci aspettiamo che gli investimenti indicizzati continueranno ad avere successo nel lungo periodo, la logica sottostante basata su un gioco a somma zero, gli effetti dei costi e la difficoltà di ottenere una costante sovraperformance.
- Esamineremo come si comporta l'indicizzazione in diverse situazioni, compresi periodi di tempo e cicli di mercato diversi, e indicheremo agli investitori gli elementi da prendere in considerazione per valutare le diverse strategie d'investimento.

Ringraziamenti: Questo articolo è una revisione di una ricerca di Vanguard pubblicata nel 2004 con il titolo The Case For Indexing da Nelson Wicas e Christopher B. Philips. Ringraziamo i diversi autori che hanno contribuito alle precedenti versioni di questa ricerca.

Nota: I fondi oggetto delle seguenti analisi sono disponibili per la vendita in uno (o più) dei seguenti paesi: Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Norvegia, Portogallo, Spagna o Svezia.

Riservato agli investitori professionali (secondo la definizione di cui alla Direttiva MiFID II) che operano per loro conto (comprese le società di gestione – fondi di fondi – e i clienti professionali che operano per conto dei loro clienti discrezionali). Non destinato alla distribuzione presso il pubblico.

Gli investimenti indicizzati¹ sono divenuti disponibili per gli investitori statunitensi con il lancio del primo fondo comune indicizzato nel 1976. Da allora, quella dei fondi indicizzati a basso costo si è dimostrata una strategia d'investimento di successo a lungo termine, facendo registrare performance superiori a quelle ottenute dalla maggior parte dei fondi a gestione attiva in tutti i mercati e in tutti gli stili d'investimento (Indici S&P Dow Jones, 2015). In parte grazie a questa sovraperformance a lungo termine gli investimenti indicizzati hanno conosciuto una crescita esponenziale tra gli investitori, soprattutto negli Stati Uniti, ed in particolare dopo la crisi finanziaria globale del 2007-2009. Negli ultimi anni, i cambiamenti normativi governativi, l'introduzione degli ETF indicizzati e la crescente consapevolezza dei vantaggi degli investimenti a basso costo sui diversi mercati mondiali hanno fatto sì che gli investimenti indicizzati diventassero una tendenza globale. Questo documento passa in rassegna i fondamenti concettuali e teorici del successo degli investimenti indicizzati (presentando anche i dati quantitativi che la giustificano) ed esamina perché ci aspettiamo che gli investimenti indicizzati continueranno ad avere successo, diventando sempre più diffusi in un futuro prevedibile.

Ad esempio, una strategia d'investimento indicizzata ponderata col metodo della capitalizzazione di mercato – tramite un fondo

comune o un ETF – mira a replicare rendimenti di un mercato o di un segmento di mercato con scostamenti minimi (e, di conseguenza, senza rendimenti positivi in eccesso), al lordo dei costi, costruendo un portafoglio che investa in titoli, o in un campione di titoli, rappresentativi del mercato. Per contro, i fondi a gestione attiva perseguono un rendimento o un livello di rischio diverso rispetto a un benchmark ponderato sulla capitalizzazione di mercato. Qualsiasi strategia che intenda differenziarsi da un benchmark a capitalizzazione di mercato (ad esempio, strategie "alternative indexing", "smart beta" o "factor") rientra, a nostro avviso, tra quelle a gestione attiva e dovrebbe pertanto essere valutata in base al successo della differenziazione.²

Questo documento presenta un'analisi degli investimenti in fondi indicizzati a basso costo, prendendo in esame i principali elementi della loro efficacia, come la teoria del gioco a somma zero, l'effetto dei costi e la difficoltà di trovare gestori attivi in grado di ottenere una sovraperformance in modo costante. Passiamo inoltre in rassegna le circostanze in cui l'analisi potrebbe sembrare più o meno valida rispetto a quanto non lascerebbe supporre la teoria e vengono dati suggerimenti per la scelta del gestore per gli investitori che continuano a preferire la gestione attiva o per quelli per i quali non sono disponibili prodotti indicizzati a basso costo.

Note sui dati relativi ai rischi e alla performance:

Gli investimenti sono soggetti ai rischi di mercato, compresa la perdita del capitale investito. I fondi obbligazionari sono soggetti al rischio che l'emittente non riesca a rispettare le tempistiche sui pagamenti e che i prezzi delle obbligazioni calino a seguito dell'aumento dei tassi d'interesse o della percezione negativa circa la solvibilità di un emittente. La diversificazione non è garanzia di rendimenti né protegge l'investitore dalle perdite quando i mercati sono in calo. I dati della performance sono riferiti a quella passata, che non è garanzia di risultati futuri. Si noti che le illustrazioni sono ipotetiche e non si riferiscono ad alcun investimento specifico, dal momento che non è possibile investire direttamente in un indice o nella media di un gruppo di fondi.

¹ In questo documento si utilizza l'espressione investimento indicizzato per indicare una strategia passiva ampiamente diversificata ponderata sulla capitalizzazione di mercato. Inoltre, ai fini dell'analisi qui condotta, tutte le strategie che non sono ponderate sulla capitalizzazione di mercato sono considerate strategie attive.

² Per un'introduzione alle strategie fattoriali vedere Pappas e Dickson (2015). Chow et al. (2011) hanno spiegato perché diverse strategie indicizzate ponderate su parametri alternativi abbiano fatto registrare performance superiori a quelle delle strategie ponderate sulla capitalizzazione di mercato, soprattutto grazie ai fattori.

La teoria del gioco a somma zero

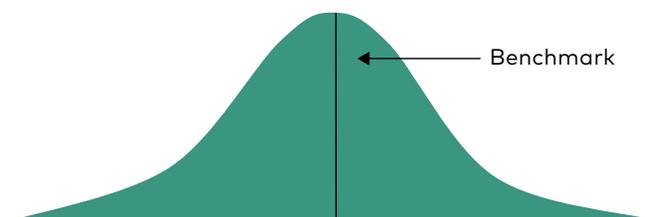
Il concetto centrale che sottostà agli investimenti in fondi indicizzati è quello del gioco a somma zero. Questa teoria afferma che in qualsiasi momento il mercato è costituito dalle partecipazioni cumulative di tutti gli investitori e che il rendimento aggregato di mercato è pari al rendimento ponderato sugli attivi di tutti i partecipanti. Poiché il rendimento di mercato rappresenta il rendimento medio di tutti gli investitori, per ogni posizione che fa registrare una performance superiore a quella del mercato ce ne dev'essere una che fa registrare una performance inferiore di pari importo, così che, nel complesso, il rendimento in eccesso di tutti gli attivi investiti è pari a zero³. Si noti che questo concetto non dipende in alcun modo dall'efficienza del mercato; il gioco a somma zero vale per tutti i mercati, anche per quelli meno efficienti (come le azioni small-cap e dei mercati emergenti), nella stessa misura di quelli considerati ampiamente efficienti (Waring e Siegel, 2005).

La **Figura 1** illustra il concetto del gioco a somma zero. I rendimenti delle posizioni in un mercato formano una curva a campana, con una distribuzione dei rendimenti attorno alla media, che è il rendimento di mercato.

Potrebbe sembrare assurdo che il gioco a somma zero possa trovare applicazione anche ai mercati inefficienti, dal momento che, per definizione, questi ultimi presentano un maggior numero di inefficienze a livello di prezzi e di informazioni e, pertanto, maggiori possibilità di sovraperformance. Anche se questo può essere in parte vero, è importante ricordare che per ogni operazione redditizia fatta da un investitore, uno o più investitori devono farsi carico di una perdita di pari importo, e ciò indipendentemente dal fatto che il prezzo del titolo in questione sia corretto o meno. Per lo stesso motivo, il gioco a somma zero deve trovare applicazione indipendentemente dall'andamento del mercato, anche in mercati in fase ribassista, quando si ritiene in genere che la gestione attiva presenti dei vantaggi. In un mercato ribassista, se un gestore liquida un investimento per posizionare il portafoglio in modo più difensivo, un altro o altri gestori devono accollarsi l'acquisto e quindi il gioco a somma zero trova comunque applicazione. La stessa logica si applica anche a tutti gli altri mercati.

FIGURA 1.

I rendimenti ponderati per gli attivi dei partecipanti al mercato formano una curva a campana centrata sui rendimenti del mercato



Fonti: Vanguard.

Alcuni investitori potrebbero comunque continuare a trovare interessante la gestione attiva, in quanto apparentemente offrirebbe le stesse probabilità di ottenere una sovraperformance. Tuttavia, come vedremo nella prossima sezione, i costi dell'investimento rendono la sovraperformance rispetto al mercato significativamente più difficile rispetto a quanto farebbe supporre la distribuzione dei rendimenti lordi.

L'effetto dei costi

Il gioco a somma zero qui esaminato presuppone un mercato teoricamente senza costi. In realtà, per partecipare al mercato gli investitori devono tuttavia sostenere dei costi, come commissioni di gestione, spread bid-ask, costi amministrativi, provvigioni, impatto di mercato e, quando dovute, imposte, tutti elementi che possono ridurre significativamente il rendimento netto per gli investitori nel tempo. Il risultato complessivo di questi costi sposta verso sinistra la distribuzione dei rendimenti.

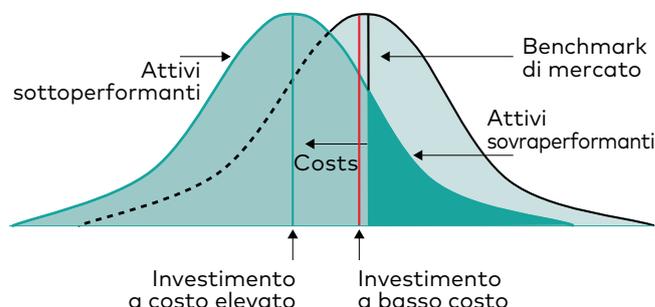
3 Per un'analisi del gioco a somma zero vedere Sharpe (1991).

La **Figura 2** rappresenta due diversi investimenti rispetto al mercato. Il primo è un investimento a basso costo, rappresentato dalla linea rossa, mentre il secondo è un investimento a costo elevato, rappresentato dalla linea verde. Come evidenzia la figura, anche se entrambi gli investimenti spostano la curva dei rendimenti verso sinistra, quindi un numero inferiore di asset fa registrare una sovraperformance, l'investimento a maggior costo sposta la curva dei rendimenti molto più a sinistra, rendendo molto meno probabile la sovraperformance rispetto al mercato e all'investimento a basso costo. In altre parole, dopo aver considerato i costi, la performance complessiva per gli investitori è inferiore alla somma zero, e con l'aumentare dei costi aumenta anche la mancata performance.

La mancata performance, inoltre, modifica il calcolo del rischio-rendimento di chi cerca di ottenere performance superiori a quelle del mercato. Abbiamo già osservato che gli investitori possono considerare interessante la gestione attiva, perché essa teoricamente offre il 50% di possibilità di ottenere una performance superiore a quella del mercato. Dopo aver tenuto conto dei costi, tuttavia, la sottoperformance diventa più probabile della sovraperformance. Aumentando i costi aumentano anche le probabilità e l'entità della sottoperformance, fino a quando una significativa sottoperformance diventi altrettanto o più probabile rispetto anche ad una sovraperformance inferiore.

La **Figura 3** illustra il gioco a somma zero al netto dei costi, mediante la distribuzione dei rendimenti in eccesso dei fondi nazionali azionari (**Figura 3a**) e obbligazionari (**Figura 3b**), al netto delle commissioni. Si noti che per entrambe le tipologie di investimento, un numero significativo di rendimenti si trova a sinistra del benchmark del prospetto, valore che equivale a rendimenti in eccesso pari a zero. Tenendo conto anche dei fondi incorporati e liquidati, la maggior parte dei fondi non riesce chiaramente ad ottenere una sovraperformance rispetto al benchmark, il che significa che i rendimenti negativi in eccesso tendono ad essere più frequenti rispetto a quelli positivi⁴. Pertanto, secondo la teoria del gioco a somma zero, una volta considerati i costi, la sovraperformance tende ad essere meno probabile della sottoperformance.

FIGURA 2.
Rendimenti per i partecipanti al mercato considerati i costi



Fonti: Vanguard.

Ciò solleva la domanda di come gli investitori possano ridurre le possibilità di sottoperformance rispetto al benchmark. È ampiamente dimostrato che le possibilità di sovraperformance rispetto alla maggior parte di investitori simili aumentano se gli investitori si limitano a cercare il minor costo possibile per una determinata strategia. Ad esempio, Financial Research Corporation (2002) ha valutato il valore previsionale di diverse metriche sui fondi, tra cui la performance passata del fondo, il rating Morningstar, l'alfa e il beta. Nello studio, l'expense ratio dei fondi è stato il fattore più affidabile per prevederne le performance future, con i fondi a basso costo che avevano fatto registrare una performance superiore alla media di prodotti della medesima categoria in tutti i periodi esaminati. Analogamente, Morningstar ha condotto un'analisi simile su tutti i suoi fondi e ha riscontrato che, indipendentemente dal tipo di fondo, bassi expense ratio costituivano il miglior criterio per poter prevedere la sovraperformance relativa futura (Kinneil, 2010).

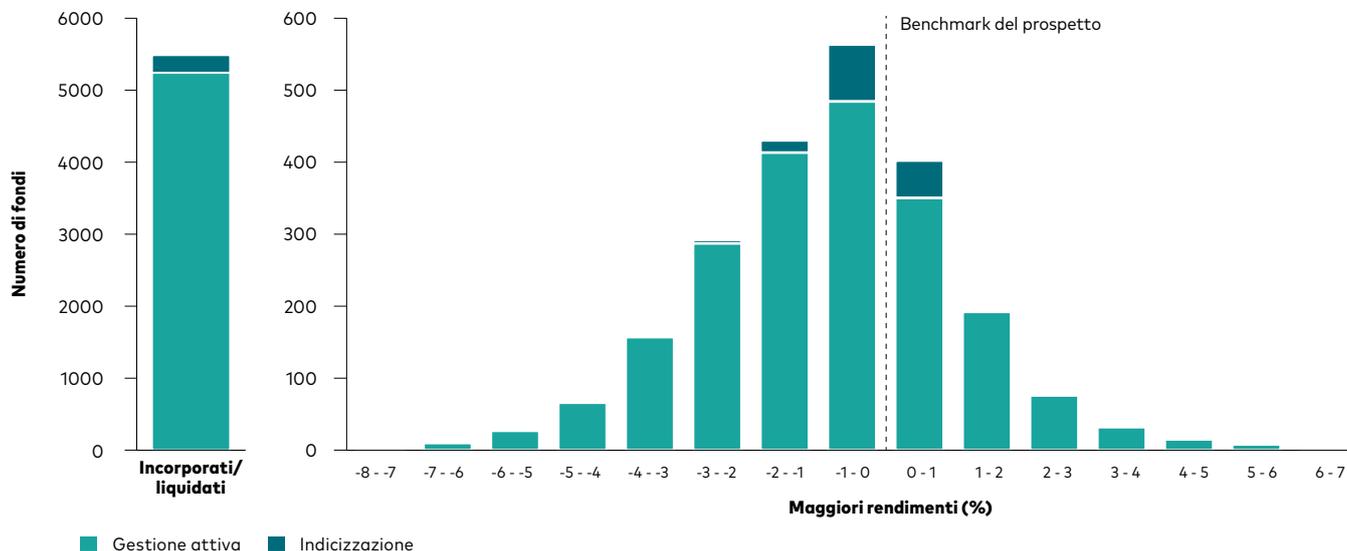
Questa correlazione negativa tra costi e rendimenti in eccesso non è appannaggio esclusivo dei gestori attivi. Rowley e Kwon (2015) hanno considerato diverse variabili di fondi indicizzati ed ETF, tra cui expense ratio, turnover, tracking error, AUM, metodologia di ponderazione e azioni attive, giungendo alla conclusione che l'expense ratio era la variabile predominante per spiegare i rendimenti in eccesso dei fondi indicizzati.

⁴ Il survivorship bias e gli effetti dei fondi incorporati e chiusi sulla performance sono esaminati più dettagliatamente nel prosieguo del presente documento.

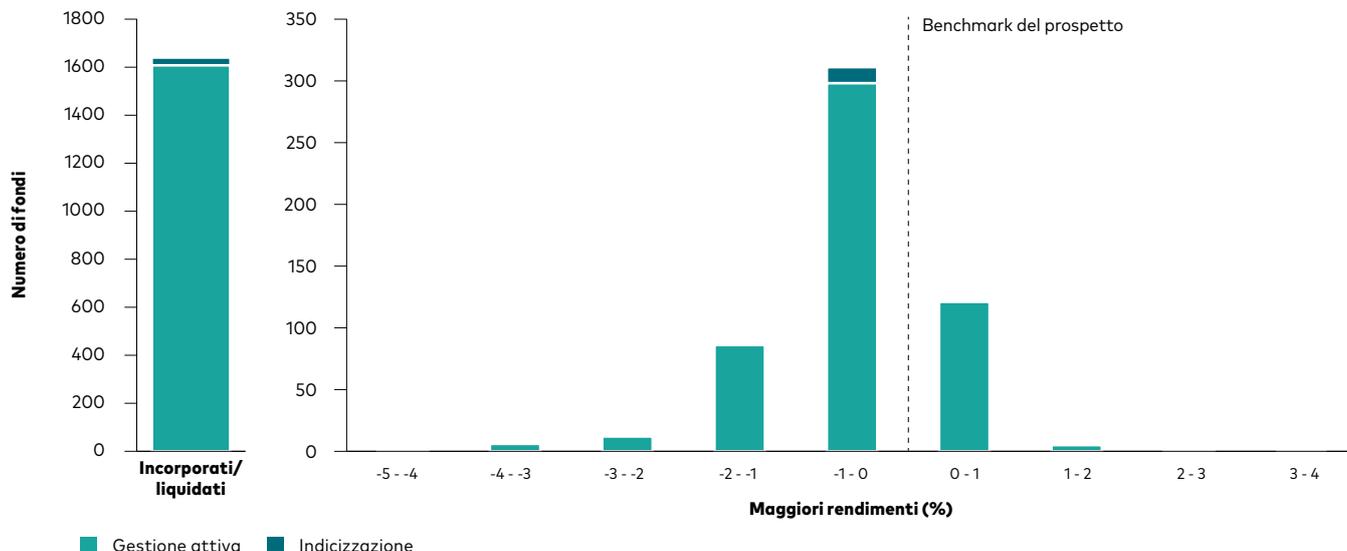
FIGURA 3.

Distribuzione del maggiore rendimento dei fondi azionari e obbligazionari

a. Distribuzione del maggiore rendimento dei fondi azionari



b. Distribuzione del maggiore rendimento dei fondi obbligazionari



La performance passata non è garanzia di risultati futuri.

Note: Nei grafici a. e b. è rappresentata la distribuzione dei rendimenti in eccesso dei fondi comuni azionari e obbligazionari e degli ETF relativamente ai rispettivi benchmark del prospetto per 15 anni al 31 dicembre 2022. La performance è indicata in EUR, al netto di commissioni, al lordo delle imposte, con reinvestimento del reddito. L'universo dei fondi è costituito da quelli disponibili per la vendita in Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Norvegia, Portogallo, Spagna e Svezia. Per l'elenco delle categorie di fondi considerati consultare l'Appendice.

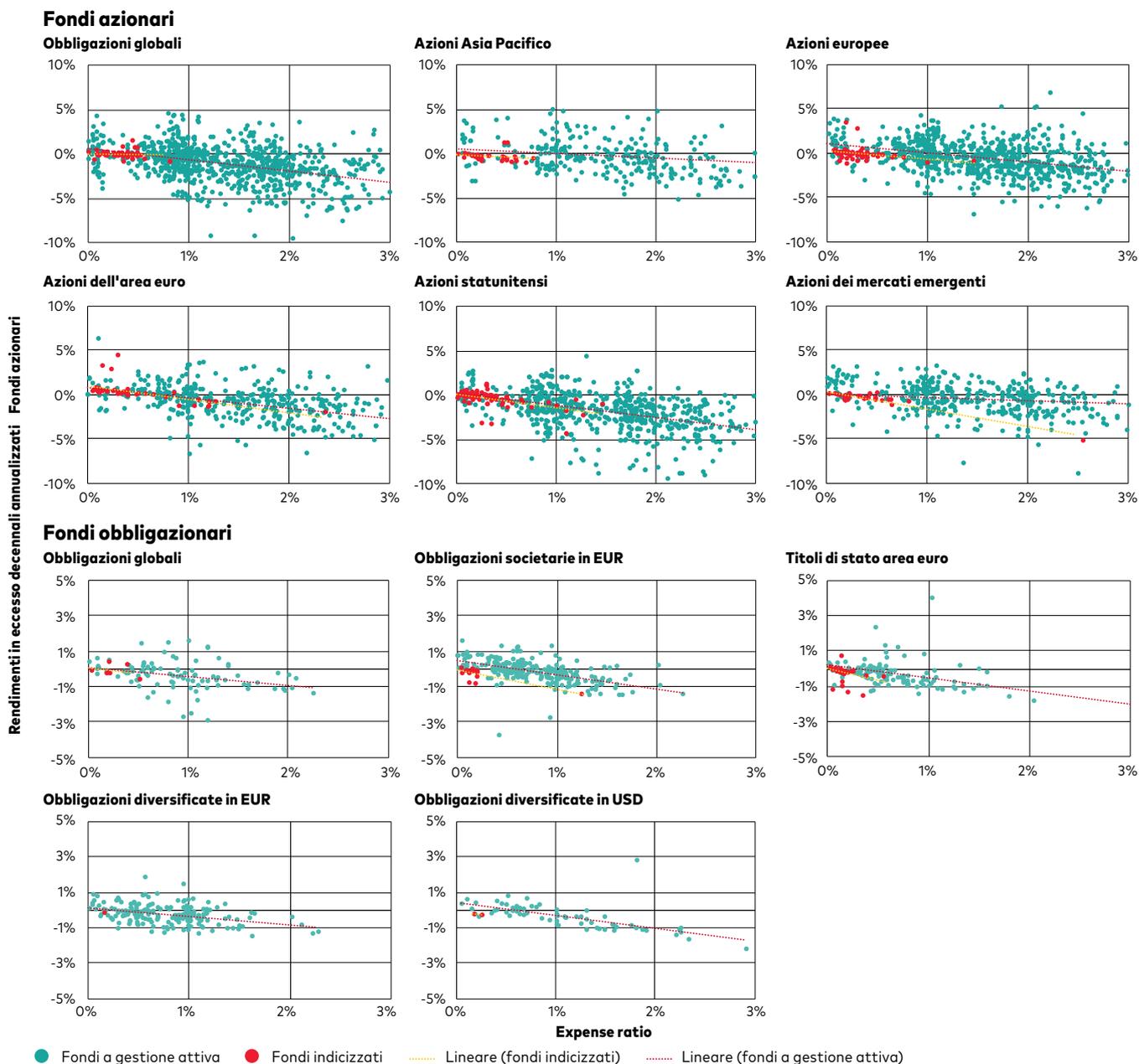
Fonti: Calcoli di Vanguard, basati su dati Morningstar, Inc.

Per quantificare gli effetti dei costi sui rendimenti netti, abbiamo rappresentato graficamente i rendimenti in eccesso dei gestori in funzione dei rispettivi expense ratio per le diverse categorie di fondi in un periodo decennale. La **Figura 4** dimostra che expense ratio più elevati sono generalmente associati ad un livello inferiore di rendimenti in eccesso.

La linea rossa in ogni categoria della figura rappresenta la linea di regressione semplice e indica la tendenza tra tutti i fondi in ogni categoria. Per gli investitori, l'implicazione evidente è che, concentrandosi sui fondi a basso costo (attivi e passivi), aumentano le probabilità di far registrare una sovraperformance rispetto ai portafogli a maggior costo.

FIGURA 4.

Expense ratio più elevati sono risultati associati ad un livello inferiore di rendimenti in eccesso



La performance passata non è garanzia di risultati futuri.

Note: Tutti i dati sono riferiti al 31 dicembre 2022. Ogni punto tracciato rappresenta un fondo comune azionario od obbligazionario o un ETF nel gruppo per stile e attivi. Il complesso e le categorie dei fondi sono definiti in Figura 3 e in Appendice. Ogni fondo è tracciato per rappresentare il rapporto del suo expense ratio (asse delle x) con il suo rendimento in eccesso decennale annualizzato rispetto al suo benchmark di riferimento (asse delle y). La linea diritta rappresenta la regressione lineare, o la linea tendenziale migliore, vale a dire il rapporto generale spese-rendimenti in ogni gruppo di attivi. Le dimensioni sono standardizzate per evidenziare i rapporti reciproci delle linee inclinate, con spese che vanno dallo 0% al 3% e rendimenti che vanno da -10% a 10% per i fondi azionari e dal -5% al 5% per quelli obbligazionari. Gli expense ratio e i rendimenti di alcuni fondi potrebbero andare fuori scala, per cui non vengono rappresentati. Performance basata sul NAV; rendimenti calcolati in EUR, al netto delle commissioni con reddito reinvestito.

Fonti: Calcoli di Vanguard, basati su dati Morningstar, Inc.

I costi rivestono un ruolo fondamentale per il successo di un investitore. Indipendentemente dal fatto che si tratti di investimenti in fondi a gestione attiva o in fondi indicizzati, ogni punto base che un investitore paga in termini di costo,

corrisponde a un punto base in meno che lo stesso riceve in termini di rendimenti. Dato che i rendimenti in eccesso sono un gioco a somma zero, man mano che aumentano gli effetti dei costi, diminuisce la probabilità che il gestore sia in

grado di contrastare tali effetti. Pertanto, per la maggior parte degli investitori, la migliore possibilità per aumentare i rendimenti netti a lungo termine consiste nel ridurre al minimo tali costi. Nella maggior parte dei mercati i fondi indicizzati a basso costo presentano un significativo vantaggio in termini di costi rispetto a quelli a gestione attiva. Riteniamo pertanto che alla maggior parte degli investitori convenga investire in fondi indicizzati a basso costo.

La sovraperformance costante è rara

Per gli investitori che perseguono una strategia a gestione attiva, la domanda fondamentale da porsi è: quale fondo farà registrare una sovraperformance? La maggior parte degli investitori affronta la questione scegliendo un fondo che ha fatto registrare ottime performance in passato. Gli investitori, tuttavia, non possono beneficiare dei precedenti successi di un gestore, per cui è importante chiedersi: le ottime performance passate di un gestore continueranno anche in futuro? A livello accademico si è a lungo studiato se dalla performance passata sia possibile prevedere con precisione quella futura. Circa 50 anni fa Sharpe (1966) e Jensen (1968) hanno scoperto una costanza della performance da limitata a nulla. Trent'anni dopo, Carhart (1997) ha affermato che non si aveva alcuna prova di costanza della sovraperformance di un fondo dopo aver tenuto conto sia del ben noto modello trifattoriale di Fama-French (1993), sia del momentum. Più di recente, Fama e French (2010) hanno pubblicato i risultati separati di uno studio della durata di 22 anni che indicano che è estremamente difficile per un fondo d'investimento a gestione attiva ottenere con regolarità una sovraperformance rispetto al benchmark.

Per verificare se la performance dei gestori attivi fosse costante, abbiamo considerato due diversi periodi quinquennali, sequenziali, ma non sovrapposti. In primo luogo, abbiamo classificato i fondi in base al quintile di performance nel primo periodo quinquennale, assegnando il primo 20% di fondi al primo quintile, il secondo 20% al secondo quintile e così via. In secondo luogo, abbiamo classificato i fondi in base al quintile di performance in funzione della loro performance nel secondo periodo quinquennale. Al secondo periodo quinquennale abbiamo comunque aggiunto una sesta categoria, quella dei fondi che erano stati liquidati o incorporati durante tale periodo. Abbiamo quindi confrontato i risultati. Se i gestori fossero stati in grado di ottenere una performance elevata in modo coerente, ci saremmo aspettati che la maggior parte dei fondi del primo quintile rimanesse nel primo quintile. Invece, la **Figura 5** dimostra che la maggior parte dei gestori non è riuscita a far sì che i fondi restassero nel primo quintile⁵.

È interessante notare che, una volta tenuto conto dei fondi chiusi e di quelli incorporati, la costanza era effettivamente maggiore tra i gestori sottoperformanti rispetto a quelli sovraperformanti. Queste risultanze erano coerenti in tutte le tipologie di investimenti e in tutti i mercati da noi studiati a livello globale. Sulla base di queste risultanze abbiamo concluso che una sovraperformance coerente sia molto difficile da ottenere. Ciò non significa che non vi siano periodi nei quali la gestione attiva fa registrare una sovraperformance o che non vi siano gestori attivi che riescono a farlo regolarmente. A parte ciò, mediamente e nel tempo, i gestori attivi nel complesso non riescono ad ottenere una sovraperformance, ed anche se alcuni gestori possono essere in grado di ottenere una sovraperformance in modo costante, si tratta di situazioni estremamente rare.

⁵ Con costanza di performance elevata intendiamo il mantenimento nel primo quintile della performance in termini di rendimenti in eccesso. Occorre tuttavia notare che anche se un gestore può essere classificato in un quintile inferiore al primo quando viene valutato rispetto a gestori omologhi può comunque continuare a produrre una sovraperformance positiva rispetto al benchmark. Può ovviamente anche darsi il caso che un gestore resti nel primo quintile pur non producendo una sovraperformance rispetto al benchmark.

FIGURA 5.

I fondi nazionali a gestione attiva non sono riusciti a produrre una sovraperformance in modo costante

Quintile iniziale di maggior rendimento, cinque anni al 31 dicembre 2017	Graduatoria dei rendimenti in eccesso nei successivi quinquenni fino al 31 dicembre 2022						
	Numero di fondi	Quintile più alto (%)	2° Quintile (%)	3° Quintile (%)	4° Quintile (%)	Quintile più basso (%)	Incorporato/liquidato (%)
Quintile più alto	915	22,40%	13,88%	15,96%	16,17%	15,74%	15,85%
2° quintile	914	18,82%	19,26%	16,41%	12,36%	11,16%	21,99%
3° quintile	915	12,57%	20,11%	15,54%	12,68%	13,22%	25,57%
4° quintile	914	11,38%	13,35%	15,54%	16,63%	12,58%	30,53%
Quintile più basso	915	9,18%	7,65%	10,49%	16,39%	21,64%	34,64%

La performance passata non è garanzia di risultati futuri.

Note: Nella colonna più a sinistra vengono classificati tutti i fondi azionari a gestione attiva disponibile nei paesi sopra indicati sulla base dei rendimenti in eccesso rispetto al benchmark di riferimento nel corso del periodo quinquennale fino alla data indicata. Le altre colonne illustrano la performance dei fondi nei singoli quintili nei successivi cinque anni. Performance basata sul NAV; rendimenti calcolati in EUR, al netto delle commissioni. Il complesso e i benchmark dei fondi sono definiti in Figura 3 e in Appendice.

Fonte: Vanguard e Morningstar, Inc.

Quando l'investimento in fondi indicizzati a basso costo può sembrare più o meno efficace

Per i motivi già esaminati abbiamo dato per scontato che gli investimenti in fondi indicizzati a basso costo siano mantenuti a lungo termine. Come per qualsiasi strategia di investimento, tuttavia, nei fatti gli investimenti indicizzati possono essere più complessi di quanto indicato dalla teoria. Ciò è particolarmente vero quando si cerca di misurare il track record degli investimenti indicizzati rispetto a quello degli investimenti a gestione attiva. Diverse circostanze, come vedremo di seguito, possono far sì che in alcuni momenti gli investimenti a gestione attiva producano performance superiori a quelle della gestione indicizzata, mentre in altri periodi risulta che gli investimenti indicizzati fanno registrare una sovraperformance rispetto a quelli a gestione attiva maggiore di quanto ci si potrebbe attendere. Di conseguenza, gli investimenti in fondi indicizzati a basso costo possono sembrare più o meno efficaci rispetto a quanto indicato dalla teoria. Nelle sezioni seguenti prenderemo in esame alcune di queste circostanze.

Il survivorship bias può falsare i risultati

Il survivorship bias si introduce quando i fondi vengono incorporati in altri fondi o liquidati, per cui non sono rappresentati per tutto il periodo di tempo esaminato. Dal momento che questi fondi

tendono a far registrare sottoperformance (vedere la sezione seguente dal titolo "I fondi incorporati e liquidati hanno evidenziato la tendenza a far registrare sottoperformance"), i risultati medi per i fondi sopravvissuti risultano aumentati, per cui sembrano far registrare una performance migliore rispetto al benchmark.

Tuttavia, l'esperienza media degli investitori - alcuni dei quali hanno investito in fondi che hanno fatto registrare sottoperformance prima di essere oggetto di liquidazione o fusione - può essere molto diversa. La **Figura 6** mostra gli effetti del survivorship bias sulla performance relativa apparente dei fondi a gestione attiva rispetto ai benchmark rappresentativi del prospetto e dello stile.

I fondi incorporati e liquidati hanno evidenziato la tendenza a far registrare sottoperformance

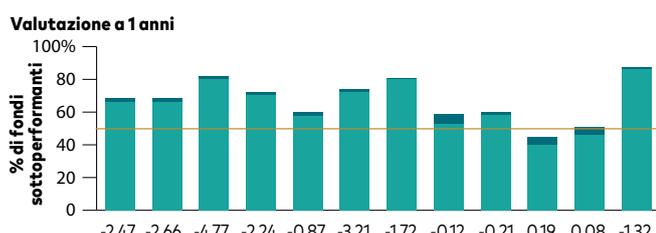
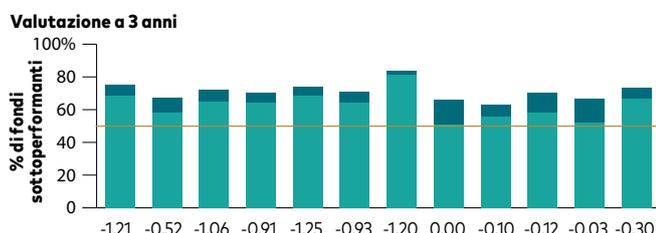
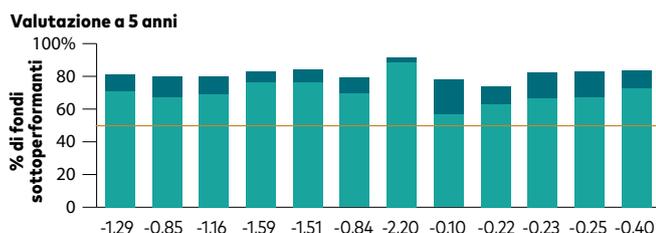
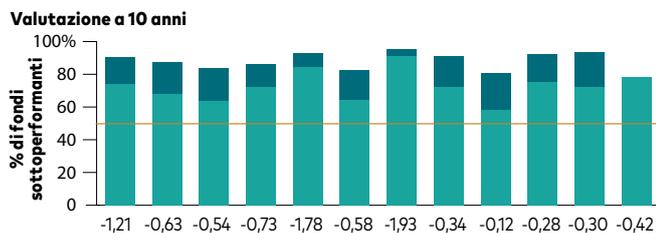
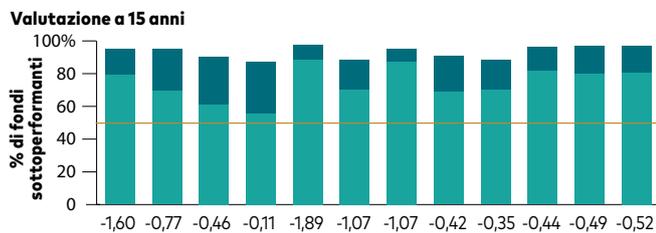
In uno studio condotto da ricercatori Vanguard⁶, abbiamo verificato l'assunto che i fondi chiusi abbiano fatto registrare una sottoperformance valutando la performance di tutti i fondi nazionali che secondo Morningstar sono liquidati o incorporati in altri fondi. Abbiamo riscontrato che i fondi tendevano a replicare il benchmark prima di essere chiusi e che l'assunto che i fondi incorporati e liquidati facessero registrare sottoperformance era ragionevole.

⁶ Per ulteriori informazioni sulla sottoperformance dei fondi chiusi vedere Schlanger e Philips (2013).

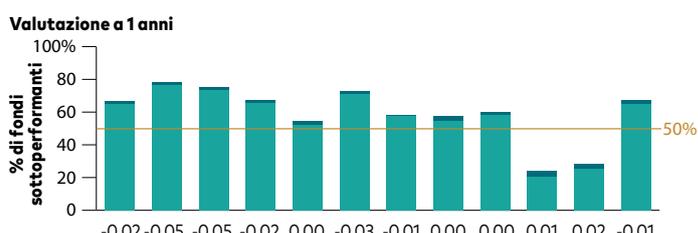
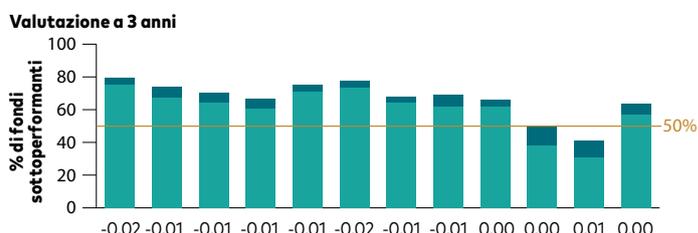
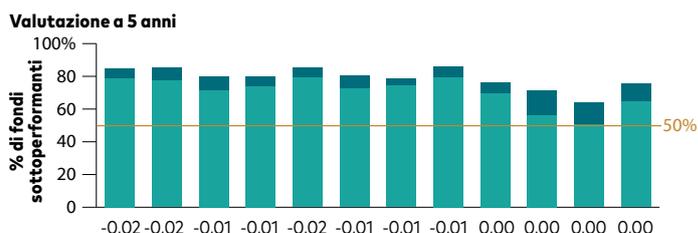
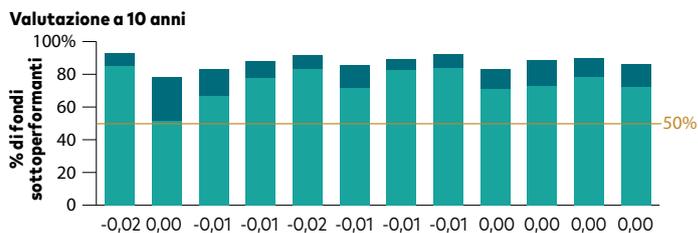
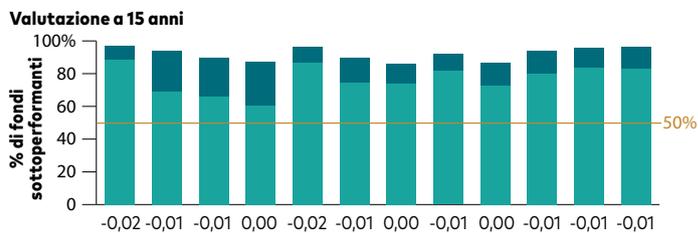
FIGURA 6.

Percentuale di fondi comuni a gestione attiva che hanno fatto registrare una sottoperformance rispetto al benchmark

a. Rispetto al benchmark del prospetto del fondo



b. Rispetto al benchmark rappresentativo dello stile



■ Fondi sopravvissuti ■ Fondi sopravvissuti + "cessati" x.x.x Mediana dei rendimenti in eccesso dei fondi sopravvissuti (%)

La performance passata non è garanzia di risultati futuri.

Note: I dati si riferiscono ai periodi fino al 31 dicembre 2022. Categorie di stile dei fondi fornite da Morningstar; i benchmark del prospetto sono quelli identificati nei rispettivi prospetti; per i benchmark di stile vedere l'Appendice. I fondi "cessati" sono quelli che sono stati incorporati o liquidati nel corso del periodo. Il complesso e le categorie dei fondi sono definiti in Figura 3 e in Appendice. La performance è calcolata rispetto al benchmark in EUR, al netto delle commissioni, al lordo della ritenuta d'acconto, con reinvestimento del reddito, al netto dei prezzi NAV di chiusura.

Fonti: Calcoli di Vanguard basati su dati Morningstar, Inc., MSCI e Bloomberg.

In entrambi i casi abbiamo riscontrato che la quota di fondi a gestione attiva che ha fatto registrare una sottoperformance tende a diventare più accentuata estendendo il periodo e tenendo conto del survivorship bias. È pertanto essenziale aggiustare i dati in ragione del survivorship bias quando si confrontano i fondi a gestione attiva per i rispettivi benchmark, soprattutto per lunghi periodi.⁷

I fondi comuni non costituiscono la totalità del mercato

Un altro fattore che può complicare l'analisi dei risultati reali è che i fondi comuni, che vengono utilizzati come rappresentativi del mercato nella maggior parte degli studi (compreso questo), non rappresentano in realtà l'intero mercato e pertanto non tengono conto dell'intero gioco a somma zero. Nelle ricerche sui mercati finanziari si utilizzano di solito i fondi comuni perché i loro dati sono in genere immediatamente più disponibili e perché, in molti mercati, il loro patrimonio rappresenta un campione ragionevole del mercato complessivo. Tuttavia è importante notare che i fondi comuni altro non sono che un puro e semplice campione del mercato. Nei casi in cui essi costituiscono una porzione relativamente più piccola del mercato in esame, anche la dimensione del campione studiato risulta inferiore, con una maggiore probabilità di distorsione dei risultati. A seconda della direzione dello spostamento ciò può portare ad un risultato più o meno favorevole per i gestori attivi nel complesso.

L'esposizione dei portafogli può rendere più difficile la misurazione della performance relativa

Anche le differenze dell'esposizione dei portafogli rispetto ad un benchmark o al mercato allargato possono rendere la performance relativa difficile da misurare. I benchmark vengono scelti ex ante dai gestori dei fondi e non sempre rispecchiamo lo stile secondo il quale il portafoglio è effettivamente gestito. Ad esempio, in un periodo in cui le azioni small e mid cap fanno registrare

una sovraperformance, i gestori di portafogli azionari large cap possono detenere alcuni di tali titoli in portafoglio per aumentare i rendimenti (Thatcher, 2009). Analogamente, per la stessa ragione, i gestori possono mantenere una sovra o sotto esposizione a determinati fattori (come dimensioni, stile etc.). Queste oscillazioni dei portafogli possono far sì che gli stessi possano far registrare una sovra o una sotto performance se misurati in riferimento ai rispettivi benchmark o al mercato allargato, a seconda che le oscillazioni introdotte dal gestore incontrino o meno il favore degli investitori durante i periodi in esame. In un ciclo di mercato o di fattore completo ci aspetteremmo tuttavia che gli effetti di queste preferenze sulla performance si annullino e che il gioco a somma zero venga ripristinato.

Periodi di tempo più brevi possono ridurre i vantaggi dei fondi indicizzati a basso costo

Negli investimenti il fattore tempo è importante. Forze transitorie come i cicli di mercato o la semplice fortuna possono influire in modo più significativo sui rendimenti di un fondo in periodi più brevi. Questi effetti a breve termine possono nascondere i vantaggi relativi dei fondi indicizzati a basso costo rispetto a quelli a gestione attiva in due modi: il vantaggio in termini di performance riconosciuta ai fondi indicizzati a lungo termine grazie a costi generalmente più bassi e la mancanza di sovraperformance costante nei fondi a gestione attiva.

Un periodo di osservazione breve riduce i vantaggi in termini di performance dei fondi indicizzati a basso costo perché gli effetti dei minori costi si realizzano col tempo. Ad esempio, una differenza di 50 punti base nelle commissioni tra un fondo meno costoso e uno più costoso può non farsi sentire in modo deciso sulla performance di un fondo in un anno, ma lo stesso differenziale, su periodi più lunghi, può fare una differenza significativa a livello di performance complessiva tra i due fondi.

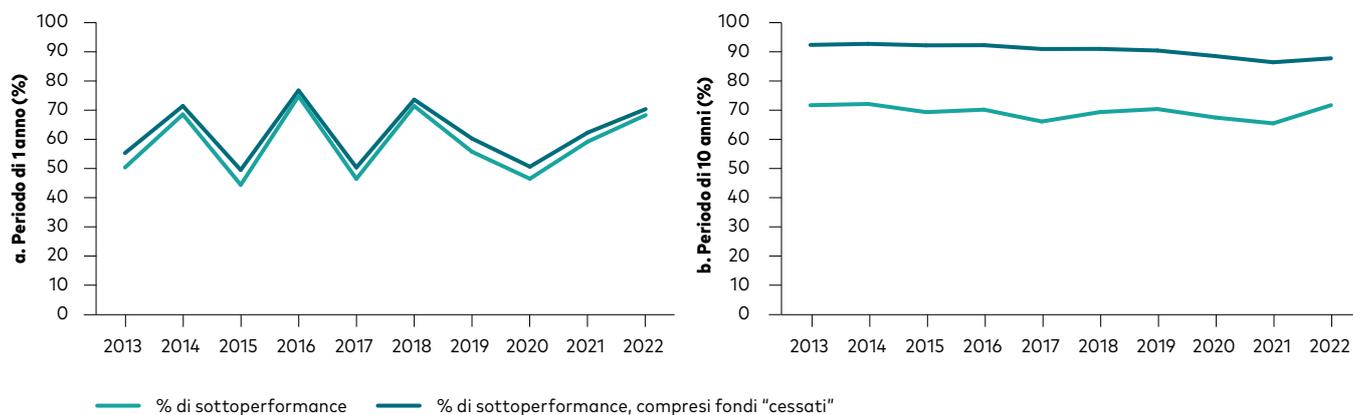
⁷ Può anche essere utile considerare i risultati in termini di performance ponderata per gli attivi. Così facendo, ai fondi più grandi corrisponde una percentuale di risultato maggiore in quanto rispecchiano una quota maggiore di attivi investiti. Ciò può dare un'idea più chiara sulla performance globale degli investitori ed è coerente con la teoria del gioco a somma zero in riferimento alla performance complessiva di un fondo.

Anche il fattore tempo ha un effetto significativo sugli effetti del gioco a somma zero. In un anno qualsiasi, per via del gioco a somma zero, vi saranno alcuni gruppi di fondi che faranno registrare una performance superiore a quella del mercato. Tuttavia, man mano che il periodo di tempo in esame si allunga, gli effetti della fortuna e della ciclicità dei mercati tendono ad annullarsi, riducendo il numero di fondi sovraperformanti. La ciclicità dei mercati è un fattore importante della mancata costanza della sovraperformance, dato che gli stili d'investimento e i settori di mercato, come già si è detto, possono incontrare o meno il favore degli investitori.

Questo concetto è spiegato nella **Figura 7**, che confronta la performance dei fondi nazionali in periodi consecutivi di 1 e 10 anni con quelli dei rispettivi benchmark. Come indica la figura, è stato decisamente meno probabile che i fondi a gestione attiva facessero registrare una sovraperformance in periodi più lunghi rispetto a quelli più brevi; ciò è risultato particolarmente vero quando si è tenuto conto nell'analisi dei fondi oggetto di fusione o di liquidazione. Pertanto, man mano che il periodo di tempo in esame si allungava, il gruppo di fondi che avevano fatto registrare una sovraperformance costante tendeva a ridursi, divenendo alla fine molto ristretto.

FIGURA 7.

Percentuale di fondi azionari a gestione attiva disponibili in Europa, che hanno fatto registrare una sottoperformance su periodi consecutivi rispetto ai benchmark del prospetto



La performance passata non è garanzia di risultati futuri.

Note: La performance è calcolata rispetto ai benchmark del prospetto dei fondi. I fondi "cessati" sono quelli che sono stati incorporati o liquidati nel corso del periodo. Il complesso e le categorie dei fondi sono definiti in Figura 3 e in Appendice. Performance basata sul NAV; rendimenti calcolati in EUR, al netto delle commissioni con reddito reinvestito.

Fonti: Calcoli di Vanguard, basati su dati Morningstar, Inc. La performance viene calcolata rispetto al benchmark del prospetto, osservato tra il 31 Dicembre 2012 e il 31 Dicembre 2022.

Indicizzazione a basso costo, una semplice soluzione

Uno dei metodi più semplici a disposizione degli investitori per ottenere l'esposizione ai mercati a costi minimi è attraverso i fondi indicizzati a basso costo o gli ETF. I fondi indicizzati mirano a fornire esposizione ad un mercato allargato o ad un segmento del mercato mediante diversi gradi di replicazione degli indici, che vanno dalla replicazione completa (in cui il fondo detiene gli stessi titoli dell'indice) a quella sintetica (in cui l'esposizione all'indice si ottiene tramite l'uso dei derivati). Indipendentemente dal metodo di replicazione utilizzato, tutti i fondi indicizzati mirano a replicare il mercato di riferimento quanto più rigorosamente possibile e, di conseguenza, a produrre i rendimenti di mercato per gli investitori. Questo è un aspetto importante ed è il motivo per cui i fondi indicizzati, in generale, sono in grado di offrire agli investitori l'esposizione ai mercati a costi minimi. I fondi indicizzati non cercano di ottenere performance superiori a quelle del mercato, come fanno invece molti gestori di fondi a gestione attiva. Di conseguenza, i fondi indicizzati non richiedono l'impiego di notevoli risorse d'investimento per cercare e sfruttare le opportunità di sovraperformance (come analisi, maggiori costi di trading etc.) e pertanto non devono ricaricare questi costi sugli investitori.

Evitando questi costi, i fondi indicizzati sono in genere in grado di offrire una maggiore esposizione ai mercati, con rendimenti di mercato a costi decisamente bassi rispetto alla maggior parte dei fondi a gestione attiva. Inoltre, poiché i fondi indicizzati non cercano di ottenere performance superiori a quelle del mercato, non devono neppure preoccuparsi di ottenere una sovraperformance costante né di confrontarsi con il gioco a somma zero. In parole povere, accettando i rendimenti di mercato e mantenendo nel contempo costi bassi, i fondi indicizzati a basso costo riducono le difficoltà che rendono così difficile una gestione attiva a lungo termine.

Anche se siamo convinti che i fondi indicizzati a basso costo costituiscano per la maggior parte degli investitori la situazione migliore per aumentare al massimo i rendimenti nel lungo periodo, prendiamo atto che alcuni investitori vogliono o debbano affidarsi a strategie di gestione attiva. Ad esempio, gli investitori in alcuni mercati possono avere a disposizione un minor numero di fondi indicizzati nazionali a basso costo.

Per essi, o per coloro che decidono di investire in strategie di gestione attiva, fondi a gestione attiva a basso costo e ampiamente diversificati possono rappresentare un'alternativa rispetto ai fondi indicizzati, e in alcuni casi risultare migliori dei fondi indicizzati con costi elevati. Si tenga presente che i vantaggi in termini di performance derivanti dai fondi a basso costo vengono rapidamente meno con l'aumentare dei costi.

Conclusioni

Sin dalla loro istituzione, gli investimenti in fondi indicizzati a basso costo si sono rivelati una strategia d'investimento di successo a lungo termine, divenendo sempre più diffusi presso gli investitori a livello globale. In questo documento sono stati passati in rassegna i fondamenti concettuali e teorici del successo degli investimenti indicizzati ed esaminati i motivi per cui ci aspettiamo che questa strategia continuerà ad avere successo, diventando sempre più diffusa in un futuro prevedibile.

Il gioco a somma zero, combinato agli effetti dei costi sulla performance ed alla mancanza di costante sovraperformance, comporta grosse difficoltà per i gestori attivi che cercano di ottenere risultati superiori a quelli di mercato. Le difficoltà crescono nel tempo e possono diventare insormontabili per la stragrande maggioranza dei gestori attivi. Tuttavia, come abbiamo visto, vi sono circostanze in cui gli investimenti in fondi indicizzati a basso costo sembrano più o meno interessanti in situazioni diverse.

Questo non significa però che debba esistere necessariamente una netta linea di demarcazione tra i fondi indicizzati e quelli a gestione attiva. Per gli investitori che intendono utilizzare la gestione attiva perché aspirano alla sovraperformance o per via della mancanza di fondi indicizzati a basso costo sul mercato, molti dei vantaggi degli investimenti in fondi indicizzati a basso costo possono essere ottenuti affidandosi a gestori di fondi a gestione attiva a basso costo ampiamente diversificati. Tuttavia il difficile compito di trovare dei gestori in grado di far registrare una sovraperformance costante, abbinato alle incertezze che la gestione attiva può introdurre nel portafoglio, fa sì che, per la maggior parte degli investitori, a nostro avviso, le migliori possibilità di successo degli investimenti a lungo termine risiedano nei fondi indicizzati ampiamente diversificati.

Bibliografia

Carhart, Mark M., 1997. On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance* 52(1): 57–82.

Chow, Tzee-man, Jason Hsu, Vitali Kalesnik e Bryce Little, 2011. A Survey of Alternative Equity Index Strategies. *Financial Analysts Journal* 67 (5, sett./ott.): 37–57.

Fama, Eugene F. e Kenneth R. French, 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics* 33(1): 3–56.

Fama, Eugene F. e Kenneth R. French, 2010. Luck Versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns. *Journal of Finance* 65(5): 1915–47.

Financial Research Corporation, 2002. *Predicting Mutual Fund Performance II: After the Bear*. Boston: Financial Research Corporation.

Jensen, Michael C., 1968. The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964. Papers and Proceedings of the Twenty-Sixth Annual Meeting of the American Finance Association. Washington, D.C., 28-30 dicembre 1967. Anche *Journal of Finance* 23(2): 389–416.

Kinnel, Russel, 2010. How Expense Ratios and Star Ratings Predict Success (Aug. 9); disponibile su <http://news.morningstar.com/articlenet/article.aspx?id=347327>.

Pappas, Scott N. e Joel M. Dickson, 2015. *Factor-Based Investing*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Rowley Jr., James J. e David T. Kwon, 2015. The Ins and Outs of Index Tracking. *Journal of Portfolio Management* 41(3): 35–45.

S&P Dow Jones Indices, 2015. SPIVA US Scorecard (Mid-Year 2015); disponibile su spiva-us-midyear-2015.pdf.

Schlanger, Todd e Christopher B. Phillips, 2013. *The Mutual Fund Graveyard: An Analysis of Closed Funds*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Sharpe, William F., 1966. Mutual Fund Performance. *Journal of Business* 39 (1, Part 2: Supplement on Security Prices): 119–38.

Sharpe, William F., 1991. The Arithmetic of Active Management. *Financial Analysts Journal* 47(1): 7–9.

Thatcher, William R., 2009. When Indexing Works and When It Doesn't in US Equities: The Purity Hypothesis. *Journal of Investing* 18(3): 8–11.

Waring, M. Barton e Laurence B. Siegel, 2005. Debunking Some Myths of Active Management *Journal of Investing* (Summer): 20–28.

Ulteriori ricerche Vanguard sugli investimenti a gestione attiva e su quelli indicizzati

Basso costo: *Un fattore fondamentale per aumentare le probabilità di sovraperformance nella gestione attiva. Anche un rigoroso processo di scelta del gestore qualitativo è fondamentale.*

Wallick, Daniel W., Brian R. Wimmer e James Balsamo, 2015. *Keys to Improving the Odds of Active Management Success*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Balsamo, James, Daniel W. Wallick e Brian R. Wimmer, 2015. *Shopping for Alpha: You Get What You Don't Pay For*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Investimento fattoriale: *il maggior rendimento delle strategie smart beta e di altre strategie attive basate su regole si può spiegare in parte (o in larga misura) con la variazione nel tempo dell'esposizione ai diversi fattori di rischio da parte del gestore.*

Philips, Christopher B., Donald G. Bennyhoff, Francis M. Kinniry Jr., Todd Schlanger e Paul Chin, 2015. *An Evaluation of Smart Beta and Other Rules-Based Active Strategies*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Discrepanza col benchmark: *l'esposizione del gestore a fattori di rischio di mercato esterni al benchmark può spiegare la sovraperformance più delle competenze individuali nella scelta dei titoli.*

Hirt, Joshua M., Ravi G. Tolani e Christopher B. Philips, 2015. *Global Equity Benchmarks: Are Prospectus Benchmarks the Correct Barometer?* Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Quando il caso dell'indicizzazione sembra più o meno interessante: *nonostante la teoria e lo sbandieramento del successo a lungo termine delle strategie d'investimento indicizzate, permangono critiche ed equivoci.*

Rowley, James J., Joshua M. Hirt e Haifeng Wang, 2018. *Mettiamo le cose in chiaro: Truths about indexing*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Dibattito che vede contrapposte le strategie a gestione attiva e quelle indicizzate: *analisi del dibattito nell'ottica della ciclicità del mercato e della natura variabile della leadership prestazionale.*

Philips, Christopher B., Francis M. Kinniry Jr. e David J. Walker, 2014. *The Active-Passive Debate: Market Cyclicity and Leadership Volatility*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Appendice I. Categorie e benchmark rappresentati nell'analisi

Descrizione dei benchmark rappresentativi dello stile utilizzati nello studio

Categoria	Categoria Morningstar	Classe di attivi	Indice di riferimento attribuito¹	Note¹
Azioni Asia Pacifico	EAA Fund Asia-Pacific ex-Japan Equity	Azioni	MSCI Pacific IMI (NR) Index	
Azioni Asia Pacifico	EAA Fund Japan Large-Cap Equity	Azioni	MSCI Pacific IMI (NR) Index	
Azioni Asia Pacifico	EAA Fund Japan Small/Mid-Cap Equity	Azioni	MSCI Pacific IMI (NR) Index	
Azioni dei mercati emergenti	EAA Fund Global Emerging Markets Equity	Azioni	MSCI Emerging Markets IMI (NR) Index	Fino a 04/2010: MSCI Emerging Markets (NR) Index
Azioni europee	EAA Fund Europe Flex-Cap Equity	Azioni	MSCI Europe IMI (NR) Index	
Azioni europee	EAA Fund Europe Large-Cap Blend Equity	Azioni	MSCI Europe IMI (NR) Index	
Azioni europee	EAA Fund Europe Large-Cap Growth Equity	Azioni	MSCI Europe IMI (NR) Index	
Azioni europee	EAA Fund Europe Large-Cap Value Equity	Azioni	MSCI Europe IMI (NR) Index	
Azioni europee	EAA Fund Europe Mid-Cap Equity	Azioni	MSCI Europe IMI (NR) Index	
Azioni europee	EAA Fund Europe Small-Cap Equity	Azioni	MSCI Europe IMI (NR) Index	
Azioni dell'area euro	EAA Fund Eurozone Flex-Cap Equity	Azioni	MSCI EMU IMI (NR) Index	
Azioni dell'area euro	EAA Fund Eurozone Large-Cap Equity	Azioni	MSCI EMU IMI (NR) Index	
Azioni dell'area euro	EAA Fund Eurozone Mid-Cap Equity	Azioni	MSCI EMU IMI (NR) Index	
Azioni dell'area euro	EAA Fund Eurozone Small-Cap Equity	Azioni	MSCI EMU IMI (NR) Index	
Azioni globali	EAA Fund Global Flex-Cap Equity	Azioni	MSCI World IMI (NR) Index	
Azioni globali	EAA Fund Global Large-Cap Blend Equity	Azioni	MSCI World IMI (NR) Index	
Azioni globali	EAA Fund Global Large-Cap Growth Equity	Azioni	MSCI World IMI (NR) Index	
Azioni globali	EAA Fund Global Large-Cap Value Equity	Azioni	MSCI World IMI (NR) Index	
Azioni globali	EAA Fund Global Small/Mid-Cap Equity	Azioni	MSCI World IMI (NR) Index	
Azioni statunitensi	EAA Fund US Flex-Cap Equity	Azioni	MSCI USA IMI (NR) Index	
Azioni statunitensi	EAA Fund US Large-Cap Blend Equity	Azioni	MSCI USA IMI (NR) Index	
Azioni statunitensi	EAA Fund US Large-Cap Growth Equity	Azioni	MSCI USA IMI (NR) Index	
Azioni statunitensi	EAA Fund US Large-Cap Value Equity	Azioni	MSCI USA IMI (NR) Index	
Azioni statunitensi	EAA Fund US Mid-Cap Equity	Azioni	MSCI USA IMI (NR) Index	
Azioni statunitensi	EAA Fund US Small-Cap Equity	Azioni	MSCI USA IMI (NR) Index	
Obbligazioni societarie in EUR	EAA Fund EUR Corporate Bond	Obbligazioni	Bloomberg Euro Aggregate (TR) Index Unhedged	
Obbligazioni diversificate in EUR	EAA Fund EUR Diversified Bond	Obbligazioni	Bloomberg Euro Aggregate (TR) Index Unhedged	
Titoli di stato area euro	EAA Fund EUR Government Bond	Obbligazioni	Bloomberg Euro Aggregate Treasury (TR) Index Unhedged	
Global bonds (Euro hedged)	EAA Fund Global Bond - EUR Hedged	Obbligazioni	ND	Non compreso nelle analisi di categoria
Obbligazioni globali	EAA Fund Global Bond	Obbligazioni	Bloomberg Global Aggregate (TR) Index Unhedged	
Obbligazioni diversificate in USD	EAA Fund USD Diversified Bond	Obbligazioni	Bloomberg US Aggregate (TR) Index Unhedged	

¹ Tutti gli indici sono in EUR

Connect with Vanguard®

global.vanguard.com

Informazioni sui rischi d'investimento

Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante possono diminuire o aumentare e gli investitori potrebbero recuperare un importo inferiore a quello investito.

I risultati precedenti non possono essere presi come riferimento per i risultati futuri.

Informazioni importanti

Riservato agli investitori professionali secondo la definizione di cui alla Direttiva MiFID II. In Svizzera solo per gli investitori professionali. Da non distribuire al pubblico.

Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate offerte di acquisto o di vendita né sollecitazioni di offerte di acquisto o di vendita di titoli in qualsiasi paese in cui tali prassi siano vietate dalla legge, né possono essere rivolte a persone cui non sia lecito fare tali offerte o sollecitazioni né possono essere fatte da persone non qualificate. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere interpretate come consulenza legale, fiscale o d'investimento. Pertanto non ci si deve basare sul contenuto del documento per eventuali decisioni d'investimento.

Le informazioni contenute in questo documento hanno una finalità puramente didattica e non costituiscono una raccomandazione né una sollecitazione ad acquistare o vendere investimenti.

Pubblicato nell'AEE da Vanguard Group (Ireland) Limited regolamentata in Irlanda dalla Central Bank of Ireland.

Pubblicato in Svizzera da Vanguard Investments Switzerland GmbH.

Pubblicato da Vanguard Asset Management, Limited, autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

© 2023 Vanguard Group (Ireland) Limited. Tutti i diritti riservati.

© 2023 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Tutti i diritti riservati.

© 2023 Vanguard Asset Management, Limited. Tutti i diritti riservati.

Vanguard®

ISGIDX_E 072023/031