

Un'analisi sugli investimenti indicizzati a basso costo

Ricerca Vanguard

Aprile 2021

Dr. Jan-Carl Plagge, David J. Walker, CFA, Andrew Hon e Lux Corlett-Roy

- A causa dei cambiamenti normativi, dell'introduzione degli ETF e della crescente consapevolezza dei vantaggi derivanti da investimenti a basso costo, negli ultimi anni la crescita degli investimenti indicizzati è divenuta 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 si basa su un gioco a somma zero, sull'impatto dei costi e sulla difficoltà di ottenere una costante sovraperformance.
- Esamineremo i risultati dell'indicizzazione in diversi contesti, sia dal punto di vista dell'orizzonte temporale che dal punto di vista dei differenti cicli di mercato e forniremo agli investitori gli elementi da prendere in considerazione per valutare le diverse strategie d'investimento

Ringraziamenti: Gli autori ringraziano Garrett L. Harbron e Daren R. Roberts per il prezioso contributo. 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, successivamente aggiornata dallo stesso Philips e da altri coautori. Gli autori di questo documento danno atto e ringraziano B. Philips e Francis M. Kinniry Jr. per l'importante contributo e le ricerche originali sull'argomento.

Nota: I dati della presente analisi si riferiscono ai mercati di Belgio, Paesi Bassi, Lussemburgo, Svezia, Danimarca, Norvegia, Finlandia, Germania, Italia e Francia.

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). Da non distribuire al pubblico.

Il presente documento è pubblicato da Vanguard Group, Inc. Ha una finalità puramente didattica e non costituisce una raccomandazione né una sollecitazione ad acquistare o a vendere investimenti.

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 regolamentari, 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 sia concettuali, che teorici del successo degli investimenti indicizzati (presentando anche dati quantitativi a supporto) e ci spiega perché ci aspettiamo che gli investimenti indicizzati continueranno ad avere successo, diventando sempre più diffusi nel prossimo futuro.

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. Tra questi sono compresi 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. Vengono considerate 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 che non hanno a disposizione 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.

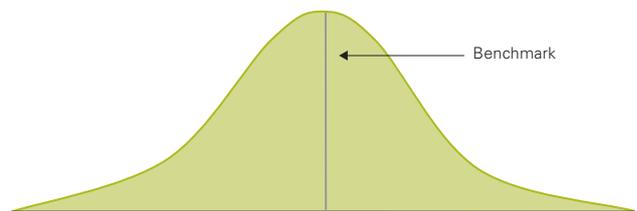
La teoria del gioco a somma zero

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, dove si ritiene in genere che la gestione attiva presenti dei vantaggi.

Figura 1. I rendimenti asset-weighted dei partecipanti al mercato formano una curva a campana centrata sui rendimenti del mercato



Fonte: Vanguard.

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.

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.

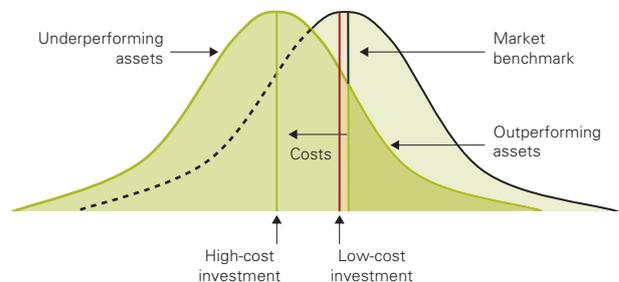
³ Per un'analisi del gioco a somma zero vedere Sharpe (1991).

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 domestici azionari (Figura 3a) e a reddito fisso (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 di riferimento, 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.

Figure 2. Market participant returns after adjusting for costs



Source: Vanguard.

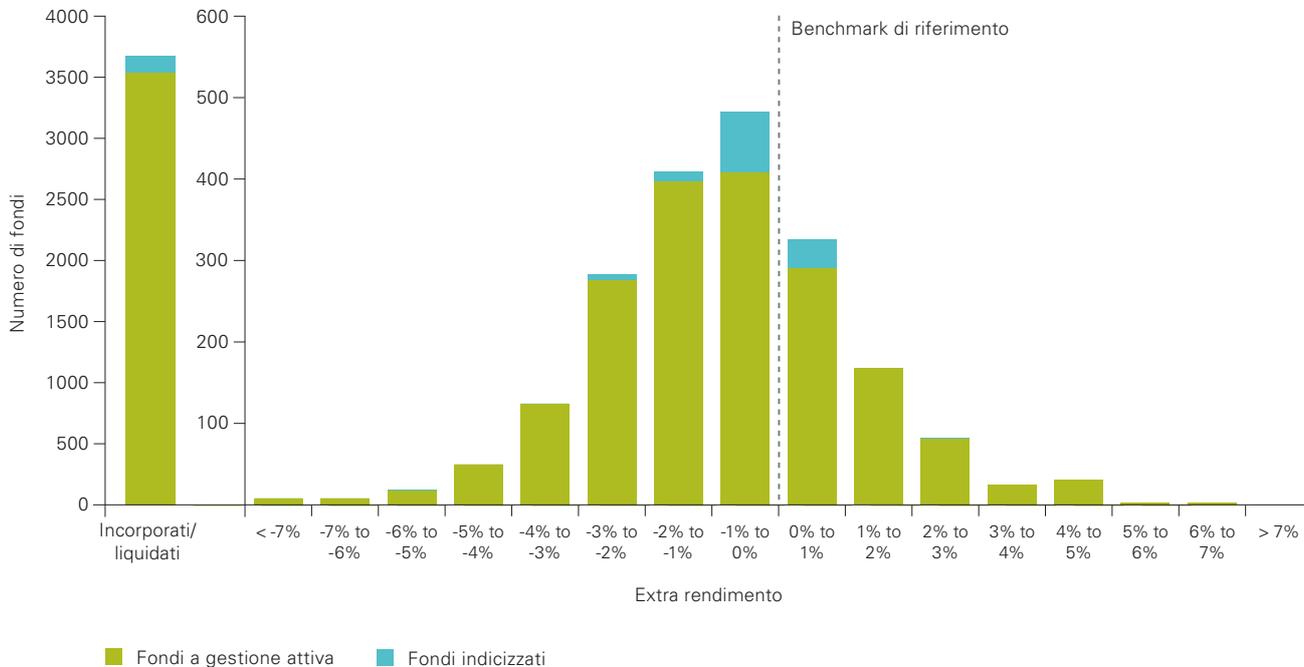
Sorge spontanea la domanda di come gli investitori possano ridurre le possibilità di sottoperformance rispetto al benchmark. È ampiamente dimostrato che le possibilità di sovraperformance rispetto alla maggior parte degli investitori aumenta se gli investitori si limitano a cercare il minor costo possibile 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'alpha 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 (Kinnel, 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, patrimonio in gestione, 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.

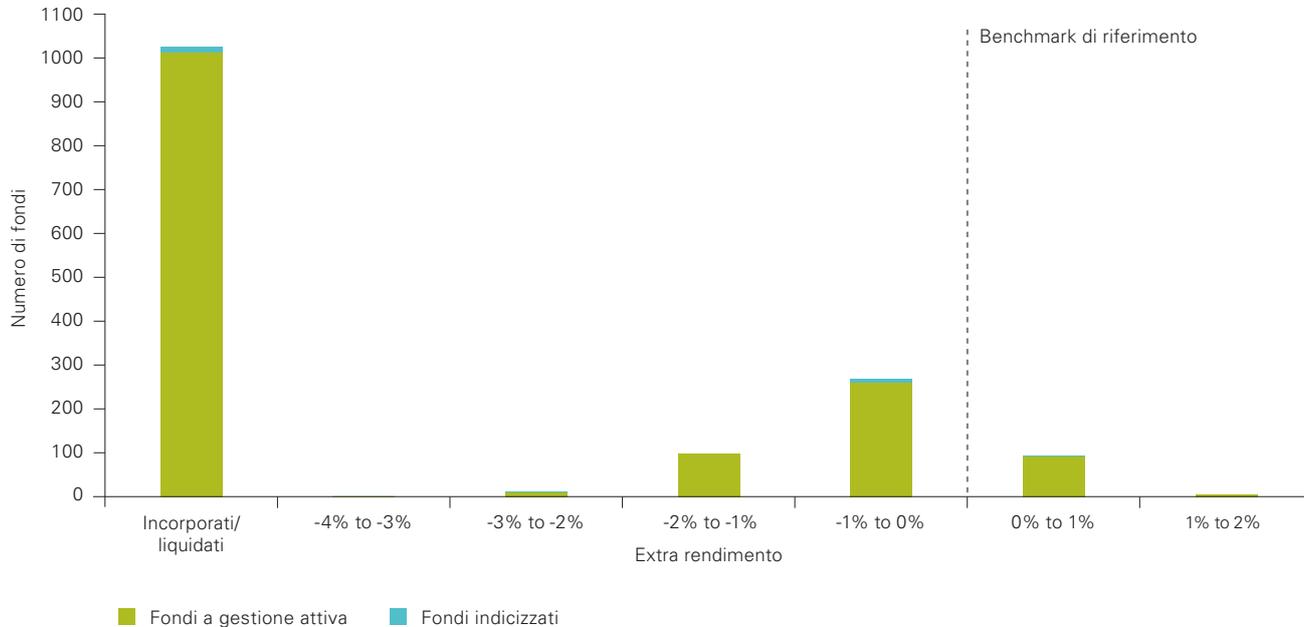
⁴ Il survivorship bias e gli effetti dei fondi incorporati e chiusi sulla performance sono esaminati più dettagliatamente nel prosieguo del presente documento.

Figura 3. Distribuzione dell'extra rendimento nei fondi azionari e a reddito fisso

a. Distribuzione dell'extra rendimento nei fondi azionari



b. Distribuzione dell'extra rendimento dei fondi a reddito fisso



La performance passata non è garanzia di risultati futuri.

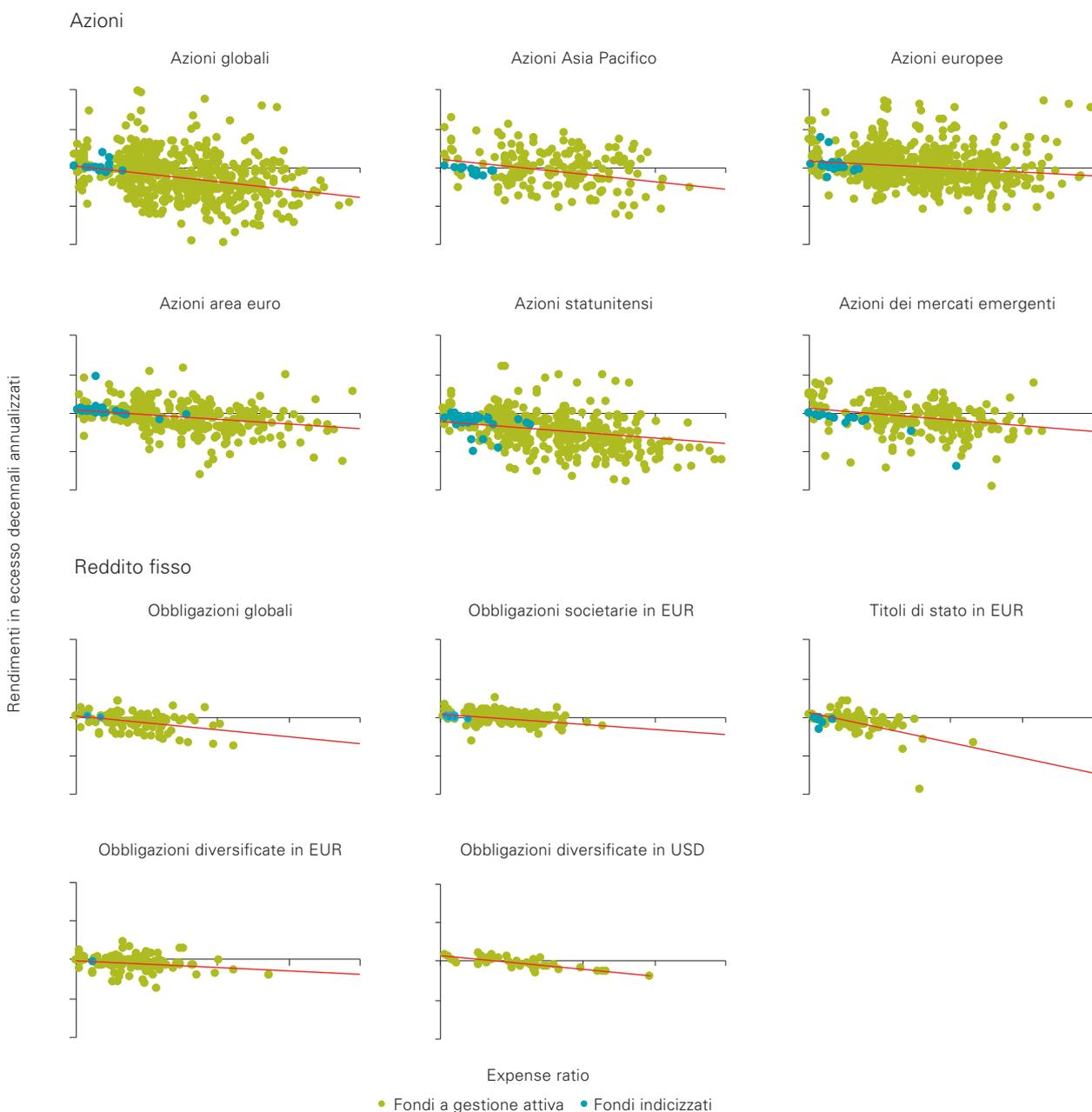
Note: Nei grafici a. e b. è rappresentata la distribuzione dei rendimenti in eccesso dei fondi relativamente ai rispettivi benchmark per 15 anni al 31 dicembre 2020. La performance è indicata in euro, al netto di commissioni, al lordo delle imposte, con reinvestimento del reddito. L'universo dei fondi comprende fondi disponibili per la vendita e filtrati in base alla precedente descrizione in Belgio, Paesi Bassi, Lussemburgo, Svezia, Danimarca, Norvegia, Finlandia, Germania e Francia. Il calcolo del survivorship bias considera tutti i fondi cessati come sottoperformanti. È possibile, comunque, che prima di essere liquidati o incorporati alcuni di questi fondi facciano registrare una sovraperformance rispetto all'indice di riferimento. Se suddividiamo i rendimenti medi delle categorie di fondi in base ai dati esistenti dei fondi cessati, osserviamo un modesto calo nella percentuale dei fondi che replicano l'indice. Le differenze rispetto ai nostri calcoli non sono sostanziali.

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

Per quantificare gli effetti dei costi sui rendimenti netti, abbiamo rappresentato graficamente gli extra rendimenti 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 extra rendimenti.

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 2020. I fondi indicizzati sono indicati in blu. Ogni punto tracciato rappresenta un fondo comune azionario od obbligazionario o un ETF nel gruppo per dimensioni, stile e attivi specifico Morningstar. Il complesso e le categorie dei fondi sono definiti in Figura 3. 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 dritta 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 4% e rendimenti che vanno da -10% a 10%. 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.

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 gli extra rendimenti 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 quindi 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 correlazione 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.

Figura 5. I fondi domestici a gestione attiva non sono riusciti a produrre una sovraperformance in modo costante

		Graduatoria dei rendimenti in eccesso nei successivi quinquenni fino a dicembre 2020					
Quintile iniziale di maggior rendimento, 5 anni a dicembre 2015	Numero di fondi	Quintile più alto (%)	2° Quintile (%)	3° Quintile (%)	4° Quintile (%)	Quintile più basso (%)	Incorporato/liquidato (%)
1°	861	28,7	19,5	13,5	13,4	9,9	15,1
2°	870	18,3	19,3	13,7	14,3	12,1	22,4
3°	865	9,0	17,2	18,0	15,8	14,6	25,3
4°	865	10,1	11,1	18,0	15,1	15,6	30,1
5°	865	8,2	7,7	11,3	16,0	22,4	34,3

La performance passata non è garanzia di risultati futuri.

Note: Nelle colonne "graduatoria dei rendimenti in eccesso" vengono classificati tutti i fondi azionari a gestione attiva sulla base dei rendimenti in eccesso rispetto al benchmark di riferimento nel corso del periodo quinquennale fino al 31 dicembre 2015. Le altre colonne, in grigio, illustrano la performance dei fondi nei singoli quintili nei successivi cinque anni fino al 2020. Il complesso e le categorie dei fondi sono definiti in Figura 3. Performance basata sul NAV; rendimenti calcolati in EUR, al netto delle commissioni.

Fonte: Vanguard e Morningstar, Inc.

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.

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.

I fondi incorporati e liquidati hanno evidenziato la tendenza a sottoperformare

Per verificare l'assunto che i fondi chiusi abbiano fatto registrare una sottoperformance, abbiamo valutato la performance di tutti i fondi nazionali che secondo Morningstar sono stati liquidati o incorporati in altri fondi.

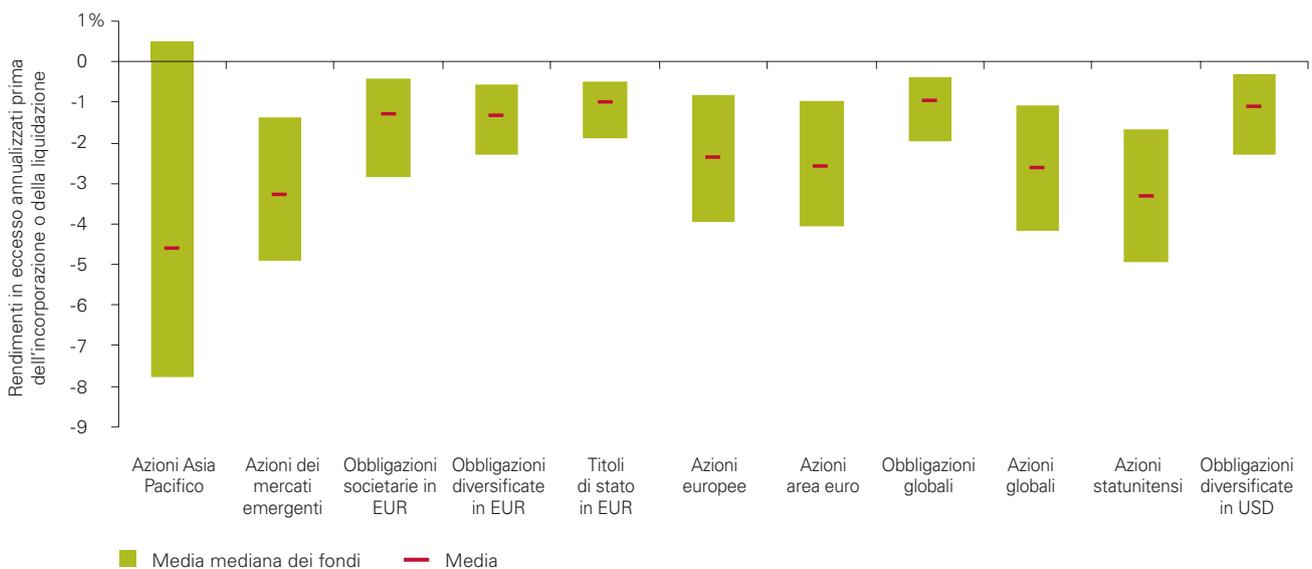
Il survivorship bias può falsare i risultati

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 sottoperformare (vedere il riquadro seguente dal titolo "I fondi incorporati e liquidati hanno evidenziato la tendenza a sottoperformare" e la Figura 6), i risultati medi per i fondi che resistono appaiono più alti, per cui sembrano far registrare una performance migliore rispetto al benchmark⁶.

Tuttavia, l'esperienza media degli investitori – alcuni dei quali hanno investito in fondi che hanno fatto registrare sottoperformance prima di essere liquidati o incorporati – può essere molto diversa. La Figura 7 mostra gli effetti del survivorship bias sulla performance relativa apparente dei fondi a gestione attiva rispetto ai benchmark e allo stile di riferimento.

Dalla Figura 6 si evince che i fondi hanno evidenziato la tendenza a seguire i rispettivi benchmark prima di essere chiusi. Abbiamo concluso che l'assunto secondo cui i fondi incorporati e liquidati abbiano fatto registrare una sottoperformance possa essere ragionevole.

Figura 6. I fondi liquidati e incorporati hanno fatto registrare una sottoperformance rispetto al benchmark di stile a partire dal periodo precedente alla data di chiusura



La performance passata non è garanzia di risultati futuri.

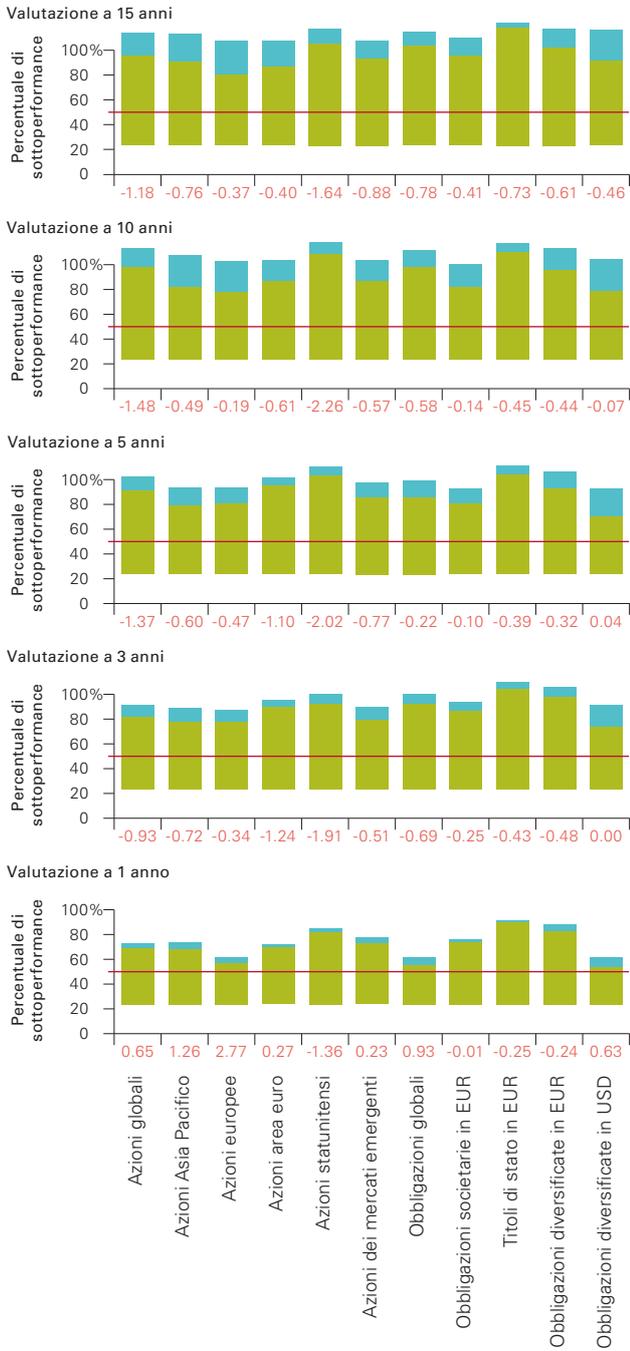
Note: Il grafico mostra la performance annualizzata cumulativa dei fondi nel campione di questo studio che sono stati incorporati o liquidati, rispetto al benchmark di riferimento per ogni singola categoria di stile Morningstar. Abbiamo calcolato la performance dal 1° gennaio 2006 alla fine del mese precedente la data di incorporazione o liquidazione del fondo. Nella figura è rappresentata la distribuzione media mediana dei rendimenti di questi fondi prima della loro chiusura. Per i benchmark utilizzati per le singole categorie di stile Morningstar vedere pagina 15. Il complesso e le categorie dei fondi sono definiti in Figura 3. Performance basata sul NAV; rendimenti calcolati in EUR, al netto delle commissioni.

Fonti: Calcoli Vanguard basati su dati Morningstar, Inc., MSCI e Barclays Live.

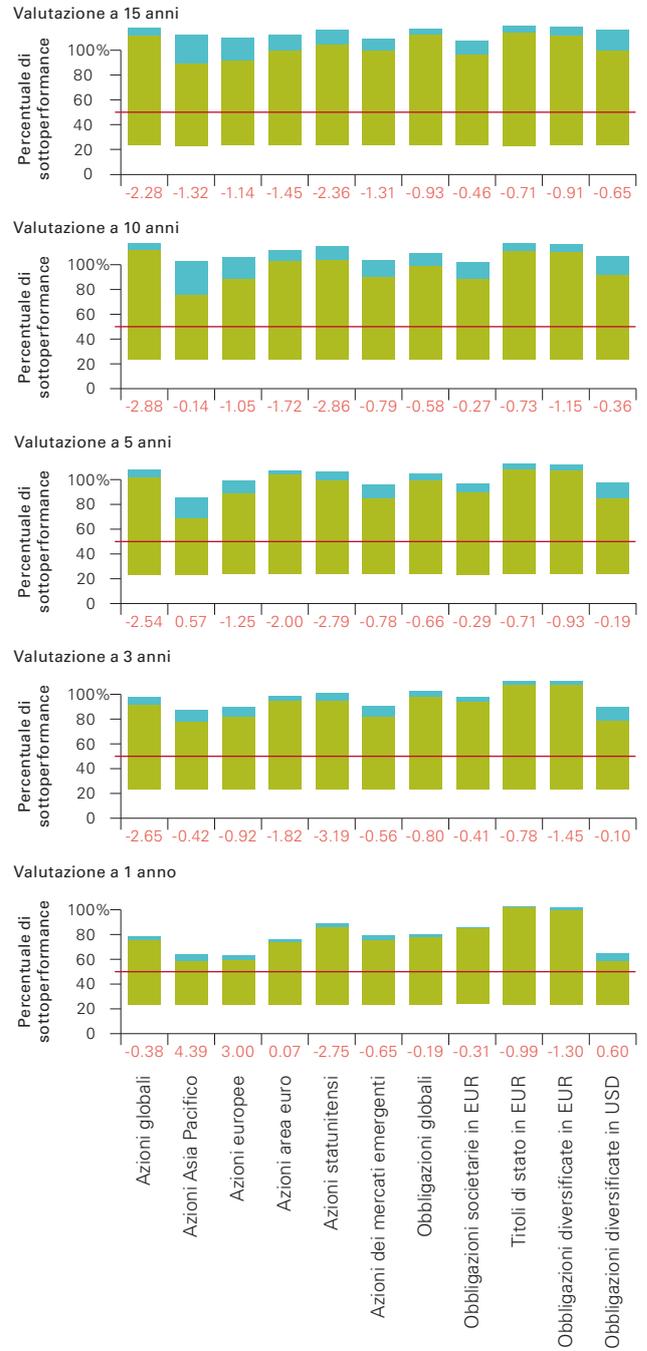
⁶ Per ulteriori informazioni sulla sottoperformance dei fondi chiusi vedere Schlanger e Philips (2013).

Figura 7. Percentuale di fondi comuni a gestione attiva che hanno fatto registrare una sottoperformance rispetto al benchmark

a. Rispetto al benchmark di riferimento



b. Rispetto al benchmark di stile



■ Fondi sopravvissuti ■ Fondi sopravvissuti + "cessati" x.xx 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 2020. Categorie di stile dei fondi fornite da Morningstar; i benchmark di riferimento 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. La performance è calcolata rispetto al benchmark in euro, 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 di tempo.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 ed 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.

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 ed i settori di mercato, come già si è detto, possono incontrare o meno il favore degli investitori.

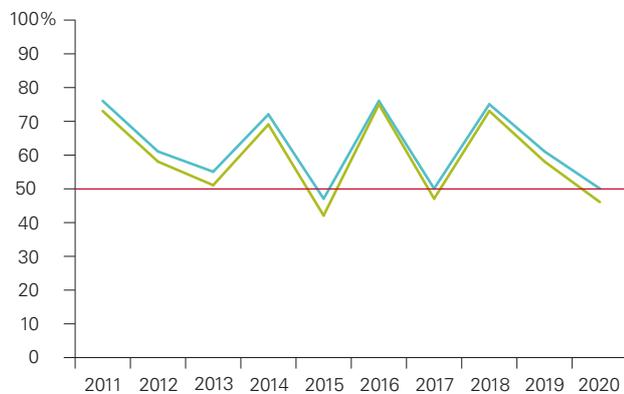
⁷ Un altro modo per valutare il successo relativo degli investitori consiste nel visualizzare i risultati in termini di performance asset-weighted. Per chiarimenti in merito vedere l'Appendice.

Questo concetto è spiegato nella **Figura 8**, che confronta la performance dei fondi domestici in periodi rolling di 1 e 10 anni con quelli dei rispettivi benchmark. Come si evince dalla figura, la probabilità che i fondi a gestione attiva facciano registrare una sovraperformance in periodi più lunghi rispetto ai più corti è inferiore; il che è risultato

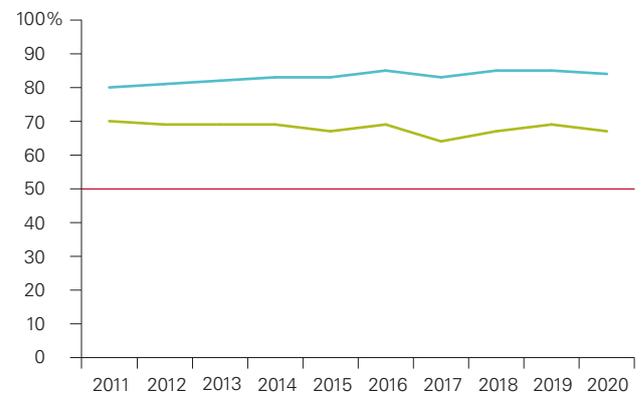
particolarmente vero quando sono stati inclusi nell'analisi i fondi incorporati o liquidati. Pertanto, man mano che il periodo di tempo in esame si allungava, il gruppo di fondi che avevano fatto registrare una sovraperformance costante tendeva a ridursi, divenendo alla fine molto ristretto.

Figura 8. Percentuale di fondi azionari a gestione attiva dell'area euro che hanno fatto registrare una sottoperformance per periodi rolling rispetto ai benchmark di riferimento

a. Periodi di 1 anno



b. Periodi di 10 anni



— % di sottoperformance — % di sottoperformance, compresi fondi "cessati"

La performance passata non è garanzia di risultati futuri.

Note: La performance è calcolata rispetto ai benchmark di riferimento 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. Performance basata sul NAV; rendimenti calcolati in EUR, al netto delle commissioni.

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

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 replica fisica (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. Riassumendo, 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 di successo 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 domestici 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, ed 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 prossimo.

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 (9 agosto); 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 U.S. Scorecard (Mid-Year 2015); disponibile su spiva-us-midyear-2015.pdf.

Schlanger, Todd e Christopher B. Philips, 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 U.S. 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.

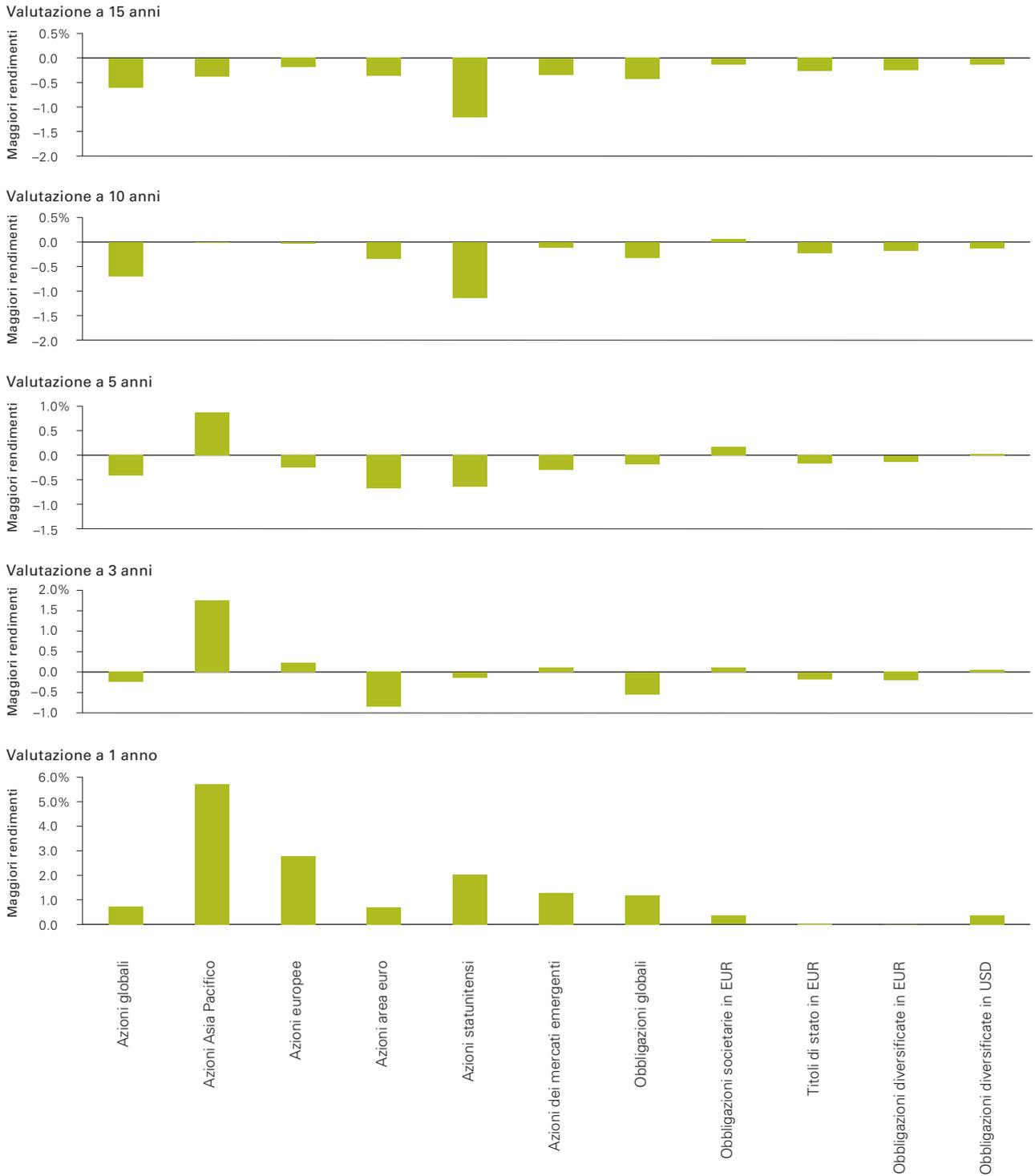
Appendice I. Valutazione della performance degli investitori

Un altro modo per valutare il successo relativo degli investitori consiste nel visualizzare i risultati in termini di performance asset-weighted. A questo proposito ai fondi più grandi corrisponde una percentuale di risultato maggiore in quanto rispecchiano una quota maggiore di attivi investiti. In relazione alla “parità di ponderazione” o all’uso di un fondo medio della categoria, che può essere grande o piccolo, la ponderazione sugli attivi dà un’idea più precisa dell’andamento complessivo degli investitori. Tuttavia un aspetto delicato di tale approccio è che non tutti i fondi comunicano regolarmente il valore degli attivi. Secondo la nostra analisi un fondo dovrebbe comunicare i dati relativi agli attivi e quelli dei rendimenti di un determinato mese affinché la performance relativa a quello stesso mese venga inclusa. Di conseguenza, i fondi riportati in **Figura A-1** non sono necessariamente gli stessi indicati in **Figura 7**.

Appendice II. Benchmark considerati in questa analisi

I benchmark azionari sono rappresentati dai seguenti indici: Azioni globali – MSCI World IMI; Azioni europee – MSCI Europe IMI; Azioni area euro – MSCI EMU IMI; Azioni statunitensi – MSCI USA IMI; Azioni Asia Pacifico – MSCI Pacific IMI; Azioni dei mercati emergenti – MSCI EM IMI. I benchmark obbligazionari sono rappresentati dai seguenti indici: Obbligazioni globali – Bloomberg Barclays Global Agg (EUR); Titoli di stato in EUR – Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Treasuries (EUR); Obbligazioni societarie in EUR – Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate (EUR); Obbligazioni diversificate in EUR – Bloomberg Barclays Euro-Agg (EUR); Obbligazioni diversificate in USD – Bloomberg Barclays US Agg (EUR).

Figura A-1. Performance relativa asset-weighted di fondi a gestione attiva rispetto ai benchmark



La performance passata non è garanzia di risultati futuri.

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

Note: I dati si riferiscono ai periodi fino al 31 dicembre 2020. I rendimenti in eccesso asset-weighted sono stati calcolati considerando in un arco di tempo mensile i rendimenti in eccesso medi attraverso tutti i settori rispetto al benchmark del prospetto dei singoli fondi. I rendimenti in eccesso mensili sono stati ponderati per l'entità degli asset alla fine del mese precedente. Performance basata sul NAV; rendimenti calcolati in EUR, al netto delle commissioni.

Connect with Vanguard® > global.vanguard.com

Informazioni sul rischio d'investimento

Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante possono diminuire o aumentare, e gli investitori potrebbero non recuperare l'intero capitale investito.

La performance passata non è un indicatore affidabile di risultati futuri.

Informazioni importanti

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). Da non distribuire al pubblico.

Il presente documento è pubblicato da Vanguard Group, Inc.. Ha una finalità puramente didattica e non costituisce una raccomandazione né una sollecitazione ad acquistare o a vendere investimenti.

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.

Pubblicato nel SEE 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.

© 2021 Vanguard Group (Ireland) Limited. Tutti i diritti riservati.

© 2021 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Tutti i diritti riservati.

© 2021 Vanguard Asset Management, Limited. Tutti i diritti riservati.

Vanguard

ISGIDX_E 052021/031