

# Fondi: gestione attiva o passiva?

## Non è chiaro quale strategia sia migliore a livello di risultati

**Esiste l'opportunità di scegliere e di calibrare all'interno di questo portafoglio quegli strumenti finanziari (in questo caso fondi d'investimento) che meglio si adattano alla situazione del momento**

Parlando di gestione di portafogli si sente spesso parlare di gestione attiva e di gestione passiva. La gestione attiva dei portafogli ha quale obiettivo quello di offrire un rendimento superiore ad un predefinito indice (o portafoglio) di riferimento. Il gestore volutamente e tatticamente sovra - o sottopesa le singole posizioni in titoli con l'intento di ottenere un extra-rendimento, il cosiddetto «alfa». Così facendo si assume dei rischi supplementari nei confronti della media del mercato (indice di riferimento), chiamato in gergo «tracking error» (TE). Come si può facilmente evincere la gestione passiva si occupa «unicamente» di replicare in modo esatto l'indice di riferimento, ottenendo così un rendimento perfettamente uguale a quello dell'indice predefinito. Nel mondo della finanza prende sempre più piede l'opinione che la gestione attiva non offra quello che promette, ossia un rendimento superiore a quello dell'indice di riferimento. Svanita questa speranza, ci si rassegna quindi ad offrire una gestione passiva. È proprio vero? Sono stati fatti numerosi studi al proposito e i risultati non sono univoci. Un recente lavoro della Invesco Asset Management di

Zurigo riaccende le speranze a favore di una gestione attiva. Secondo questo studio (su un campione di 1160 gestori attivi confrontati con l'indice S&P 500 nel periodo 1981-2005), i portfolio manager hanno mediamente ottenuto un «Alfa» dello 0,64% p.a.. In altre parole, la loro «performance» annua è stata, in media, di oltre ½% superiore al rendimento conseguito dal principale indice borsistico statunitense. Valore questo calcolato al lordo delle commissioni di gestione. Al netto di quest'ultime, il rendimento dovrebbe risultare in linea a quello conseguito dal mercato. Purtroppo questo risultato positivo è stato ottenuto assumendosi un maggior rischio. Il tracking error, infatti, è stato mediamente del 5%. In parole semplici, i gestori di portafoglio si sono assunti la responsabilità e il rischio di conseguire con il portafoglio a loro affidato un rendimento che poteva variare in positivo o in negativo del 5% rispetto al rendimento del mercato. È giustificato questo aumento del rischio per un extra-rendimento così esiguo? A volte sì, a volte no. La statistica non dice sempre tutto, spesso lavorando con medie e mediane, si perdono di vista alcune particolarità.

Nello studio citato viene messa in risalto un altro aspetto. Circa l'80% dell'alfa creato da tutti i gestori analizzati è conseguito da meno del 10% degli stessi. In un primo momento questa osservazione non è, per gli addetti ai lavori, una particolare novità. È risaputo, infatti, che solo una piccola parte dei gestori di portafoglio riesce a battere il proprio indice di riferimento e che non esiste una persistenza dei risultati nel tempo. In altri termini, è pressoché impossibile trovare un gestore di portafoglio che superi su periodi temporali lunghi (3-5 anni) regolarmente l'indice di riferimento. La novità invece traspare dopo un'analisi per classe di rischio dei gestori esaminanti. I gestori che lavorano con un tracking error compreso fra lo 0 e il 2% hanno ottenuto nel periodo compreso fra il 1981 e il 2005 un'alfa dello 0,51%. La categoria mediana, che raggruppa i gestori che hanno assunto un TE compreso fra il 2 e il 8%, hanno ottenuto solo un'alfa dello 0,25%. Solo scegliendo gestori con una gestione molto attiva (ossia con tracking error superiori al 12%) otteniamo alfa molto elevati dell'ordine del 6%. In qualche modo riappare l'eterna problematica che è anche il cuore di questo scritto: meglio la gestione attiva o quella passiva? Un altro luogo comune che spesso riaffiora parlando di gestione di portafogli è dato dall'opinione che 20-30 anni fa fosse più facile ottenere delle performance su-

teriori. Lo studio che ho citato, dimostra, numeri alla mano, che ieri come oggi è difficile ottenere degli alfa positivi. Esistono periodi storici di 3-6 anni, in cui è possibile conseguire regolarmente dei risultati molto appetibili in termini di extra-rendimento, ma pure periodi altrettanto lunghi di regolare sottoperformance. Un'altra credenza nel mondo finanziario è data dall'opinione che i gestori di portafoglio riescano nell'intento di conseguire un rendimento superiore a quello del rispettivo indice di riferimento grazie al fatto che nei loro portafogli i titoli delle società di piccola e media capitalizzazione vengono sovraperponderati. Questa opinione è condivisa da molti e sicuramente negli ultimi 6 anni questa politica è risultata pagante. In conclusione si può notare che non esiste una politica di gestione superiore all'altra. Sia i portafogli gestiti con un tracking error basso, che quelli molto più attivi hanno permesso di conseguire degli extra-rendimenti, solo quei gestori che hanno scelto una gestione; diciamo così ibrida, hanno invece conseguito dei risultati modesti. Per un gestore patrimoniale che desidera gestire un portafoglio misto (azioni e obbligazioni), questa situazione è assai intrigante. Egli ha l'opportunità di scegliere e di calibrare all'interno di questo portafoglio quegli strumenti finanziari (in questo caso fondi d'investimento) che meglio si adattano alla situazione del

momento. In fasi di elevata incertezza la scelta di fondi a gestione passiva gli permetterà di ottenere risultati soddisfacenti senza accollarsi rischi supplementari inutili. In fasi di mercato di più facile lettura o con temi d'investimento ben chiari e a lui conosciuti, ecco che l'investimento in fondi a gestione molto attiva può espletare al meglio il suo potenziale di extra-rendimento.

**Marco Campana**

(Resp. Clientela istituzionale BSI SA e docente presso il Centro di Studi Bancari)

**CENTRO STUDI BANCARI**

**Presentazione corso diploma di consulente fondi d'investimento**

Mercoledì 14 marzo, presso Villa Negroni a Vezia, presentazione del corso per l'ottenimento del «Diploma di consulente in fondi di investimento IAF». All'incontro, che si svolgerà dalle 18.00 alle 19.00, parteciperanno, in qualità di relatori: M. Campana (BSI SA), N. Franchini (Divisione delle contribuzioni), R. Russi (Swiss Life), H. Tschümperlin Moggi (CSB). Per annunciarsi alla serata di presentazione è possibile contattare il numero telefonico 091.967.42.64 oppure iscriversi online alla pagina: [www.csbanca.ch/Finanza/cc/iaf/invito.htm](http://www.csbanca.ch/Finanza/cc/iaf/invito.htm)