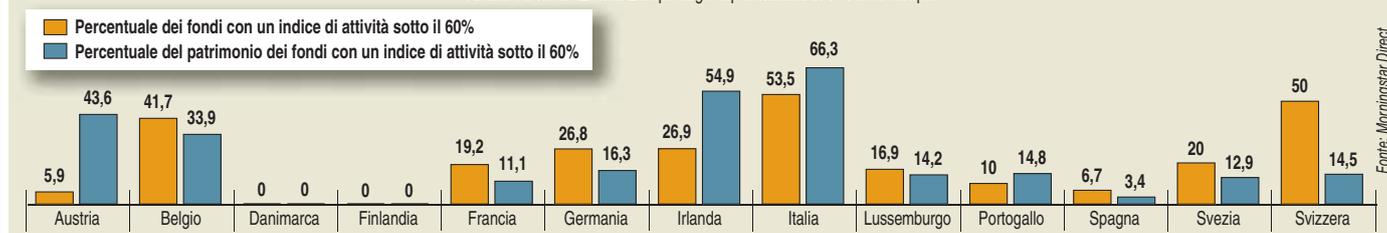


I FONDI FALSI ATTIVI PER PAESE

Analisi sui fondi azionari Europa large cap domiciliati in 13 Paesi europei



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: Morningstar Direct

GESTORI L'Europa ha acceso un faro sui comparti che presentano costi elevati pur essendo agganciati ai benchmark. Le loro commissioni sono giustificate? Forse no. Attenti, perché in Italia sono sempre più diffusi

di Paola Valentini

La raccolta record messa a segno in tutta Europa nel 2015 dall'industria del risparmio gestito (377 miliardi di euro

secondo i dati Broadbridge, a fronte dei 366 miliardi del 2014, con in testa l'Italia) ha acceso i riflettori sul dibattito tra gestioni attive e passive e quindi su quale tipo di approccio sia migliore in questa fase di mercato caratterizzata da tassi ai minimi. «Data la prospettiva futura di rendimenti a lungo termine più modesti, è necessario spostare il dibattito dalla gestione attiva o passiva all'individuazione di quei gestori verosimilmente in grado di generare valore», puntualizza subito Chris Wagstaff, Head of Pensions and Investment Education di Columbia Threadneedle Investments. A complicare il quadro c'è poi un fenomeno, che negli ultimi tempi appare in crescita ed è visto come il fumo negli occhi dai gestori attivi: stiamo parlando della diffusione dei cosiddetti closet tracker o index hugger, ossia di quegli asset manager che adottano un approccio basato su scarse convinzioni e vincolato a un benchmark, investendo nell'ottica di evitare le perdite, a fronte tuttavia di commissioni simili a quelle applicate nei casi delle gestioni attive. «Se mai è esistita una formula destinata a sottoperformare e a penalizzare i portafogli degli investitori, è questa», aggiunge Wagstaff. Non è grave se un fondo investe negli stessi titoli che compongono il suo indice di riferimento; Etf e fondi indicizzati hanno proprio questo compito. Il problema si pone però quando il gestore che ricalca il benchmark, e quindi investe in modo passivo, addebita al sottoscrittore commissioni elevate come se fosse un gestore attivo. Non a caso in concomitanza con il boom di flussi dei fondi l'Esma, l'autorità europea di vigilanza del mercato finanziario, ha avviato un'indagine per appurare la reale diffusione del closet indexing, ossia appunto della pratica tipica dei money manager che si dicono sulla carta attivi ma i cui fondi in realtà riflettono il benchmark. L'Esma ha condotto ricerche su un panel di 2.600 fondi azionari (a cui si è arrivati partendo da un universo di 29 mila comparti domiciliati nell'Unione Europea ed eliminando quelli nati dopo il

Fondi attivi o scrocconi?

COSTI DEI FONDI E DEGLI ETF A CONFRONTO

Categorie Morningstar	Ter % medio*	% spese correnti medie
◆ ETF Obbligazionari Governativi Euro	0,17	0,16
◆ Fondi Obbligazionari Governativi Euro	0,67	0,66
◆ ETF Azionari Europa large cap misti	0,33	0,33
◆ Fondi Azionari Europa large cap misti	1,50	1,48
◆ ETF Obbligazionari Internazionali Corporate	0,25	0,28
◆ Fondi Obbligazionari Internazionali Corporate	1,06	0,93
◆ ETF Azionari Paesi Emergenti	0,57	0,57
◆ Fondi Azionari Paesi Emergenti	1,61	1,54
◆ ETF Azionari Italia	0,32	0,33
◆ Fondi Azionari Italia	2,23	1,81
◆ ETF Azionari Usa large cap misti	0,29	0,30
◆ Fondi Azionari Usa large cap misti	1,30	1,24

* Total expense ratio, l'indicatore di costo include i costi di gestione e di performance.

NOTA: I costi qui riportati sono tutti espressi in euro, in termini percentuali.

Le spese correnti rappresentano l'indicatore sintetico di costo previsto dalla normativa e pubblicato sull'ultimo Kit del fondo reso noto dalla società stessa (le spese correnti includono i costi di gestione, ma di performance). La maggior parte degli Etf non indica il dato sulle spese correnti e di norma per gli Etf si utilizza il Ter come indicatore di costo principale

Fonte: Morningstar Direct

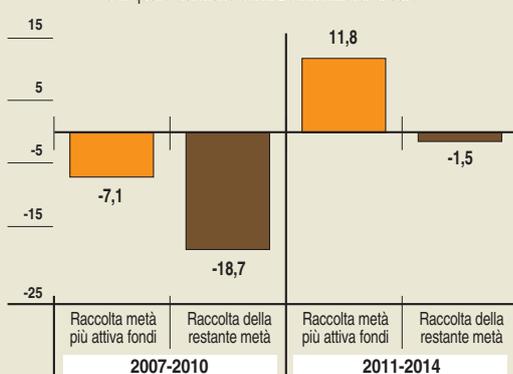
GRAFICA MF-MILANO FINANZA

2005, quelli con meno di 50 milioni di euro di masse gestite e quelli con commissioni di gestione inferiori allo 0,65%). Sono stati analizzati i dati del triennio 2012-

2014 per determinare se a livello europeo ci fosse qualche indizio della presenza del closet indexing. L'indagine dell'Esma si è basata sull'active share, oltre che sul tra-

LA RACCOLTA NETTA PREMIA I FONDI ATTIVI

Raccolta netta dei fondi azionari Europa più attivi a confronto con quella dei meno attivi. Dati in miliardi di euro



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: Morningstar Direct

L'equivoco di fondo degli indicizzati

di Yves Chouefaty*

Esiste una percezione, diffusa ma profondamente fuorviante, secondo cui il gestore attivo medio non remunera il capitale perché non riesce a battere un indice di mercato. Questa convinzione è corretta. Tutto il resto però è sbagliato. L'incapacità di sovraperformare non è, come comunemente si crede, frutto di incompetenza. Questa errata percezione che perseguita i gestori attivi trae origine da un malinteso molto semplice, eppure radicato, riguardante sia gli indici di mercato che le regole del mercato. L'idea che i gestori attivi non offrano valore è alimentata da argomentazioni erronee promosse dai gestori passivi, fra cui i pionieri degli investimenti indicizzati diventati famosi per aver sostenuto che quasi tutti gli investitori dovrebbero scegliere gli investimenti passivi. Questa argomentazione equivoca il ruolo degli indici negli investimenti. Per definizione il gestore attivo medio non è in grado di battere l'indice di riferimento in quanto esso è il prodotto della somma di tutte le attività svolte dai gestori sia attivi che passivi. Dal momento che i gestori passivi non incidono minimamente sull'indice, limitandosi a replicarlo, in realtà questo è determinato dalla somma di tutte le scommesse espresse dai gestori attivi. È evidentemente impossibile per il gestore attivo

medio riuscire a battere (o fare peggio) se stesso. In realtà il ruolo dei gestori attivi consiste nel guidare l'indice al rialzo attraverso l'assegnazione dei capitali alle imprese che generano valore per l'economia. Viceversa, se lo assegnassero a imprese distruttrici di valore, il benchmark subirebbe un ribasso. La gestione passiva non si preoccupa di stabilire se le società che compongono un benchmark creino oppure distruggano valore. Portata agli estremi, l'assenza di gestione attiva condurrebbe alla distruzione dell'economia come la conosciamo, dal momento che il capitalismo non può esistere senza allocazione dei capitali. In tale scenario la decisione degli investitori a lungo termine di optare per strategie di gestione passiva porta di fatto una fetta consistente di capitali a rinunciare a contribuire alla creazione di valore o alla generazione di crescita economica di lungo periodo. Appare oggi evidente che né i governi né le banche centrali possano riuscire a ricoprire tale ruolo. A loro volta i gestori attivi di lungo periodo dovrebbero assumere la consapevolezza che il loro ruolo non è quello di battere un indice, bensì di essere l'indice. Essi svolgono una funzione ben più importante: muovono l'economia e devono focalizzarsi nel dare il massimo in tale veste. (riproduzione riservata)

* fondatore e presidente di Tobam

cking error. La differenza attesa o effettiva tra la performance del portafoglio di un gestore attivo e quella del benchmark è detta rischio attivo o tracking error.

Quanto più elevato è l'obiettivo di tracking error, tanto maggiore è la flessibilità di cui gode il gestore nell'investire senza vincoli di benchmark. L'active share misura invece la percentuale del patrimonio del fondo investito in maniera differente rispetto al benchmark di riferimento. «L'active share costituisce un valido punto di partenza per valutare quanto sia attivo l'approccio adottato da un gestore», sintetizza Wagstaff. Gli esiti dell'indagine Esma, pubblicati di recente, indicano che tra il 5 e il 15% dei comparti azionari collocati in Europa sono a rischio di indicizzazione.

Come prossimo passo l'Esma continuerà a lavorare con le autorità nazionali di controllo per capire se formulare interventi ad hoc nei vari mercati europei. Italia compresa, dove, stando alle indiscrezioni, la Consob starebbe studiando proprio la possibilità di aprire un'indagine sui fondi closet tracker. Adesso quindi il tema dei fondi falsi attivi torna in primo piano proprio mentre infiamma il dibattito se sia meglio la gestione attiva o quella passiva. «Rispetto agli ultimi anni, riteniamo che nel 2016 l'ambiente d'investimento offrirà uno scenario più favorevole a uno stock picking davvero attivo, bottom-up e qualificato, perché i rischi specifici dei singoli