

# TREN D

Fatti, fenomeni, studi, ricerche che fanno tendenza

## GESTIONE ATTIVA O GESTIONE PASSIVA? COMBINATELE CONTRO GLI ALTI E BASSI

Imitare gli indici o cercare di fare comunque meglio del mercato? Analisi dei due diversi tipi di strategia per evidenziare le caratteristiche di rendimento, i limiti e le opportunità a seconda dell'andamento delle Borse

**L**o studio che segue, relizzato dalla casa di investimenti americana **Janus**, espone le diverse caratteristiche di rendimento tra l'approccio passivo e quello attivo, le limitazioni di un approccio meramente passivo e suggerisce come combinare gli approcci attivo e passivo per ottimizzare il rendimento generale del portafoglio.

La discussione sui vantaggi della gestione attiva nei confronti di quella passiva è stata una delle questioni dibattute più a lungo nel settore dei servizi di investimento. Le strategie di gestione attiva utilizzano le informazioni disponibili e le tecniche di previsione per raggiungere un rendimento migliore rispetto al mercato nella sua globalità; diversamente dalla gestione passiva, che fa affidamento sulla diversificazione per uguagliare il rendimento complessivo del mercato replicando alcuni indici di mercato.

I fautori della gestione passiva citano, come benefici chiave, i bassi costi e l'efficienza fiscale di questo tipo di approccio, ed anche le difficoltà di anticipare costantemente il mercato.

I sostenitori della gestione attiva evidenziano le opportunità di realizzare dei guadagni superiori in fasi di ribasso o stagnazione dei mercati, o nei settori di mercato meno efficienti, special-

mente quando vi sono grandi diversità (in termini di ampiezza dei flussi di capitale nei titoli di un mercato) nei mercati.

### L'APPROCCIO PASSIVO

La questione se sia migliore una strategia di portafoglio che imita semplicemente un ampio indice di mercato come S&P 500 (investimento passivo) o cercare di superare il mercato (investimento attivo) è stata molto dibattuta negli Stati Uniti almeno dagli anni Sessanta. Tutto è cominciato quando Eugene Fama pubblicò un ormai famoso articolo che poneva le basi per un'Ipotesi di Mercato Efficiente (Efficient Market Hypothesis (EMH)), la principale base teorica dell'investimento passivo. Nella sua connotazione più forte, l'EMH presuppone che, in qualsiasi momento, il prezzo di mercato di un titolo riflette accuratamente tutte le informazioni disponibili su di esso. Insiste nel prezzo, quindi (e, in forma aggregata, nel "prezzo" o livello di un indice ben costruito di un intero mercato), si trovano le aspettative di tutti i partecipanti al mercato, tra di loro combinate ed adeguatamente ponderate.

Se questo è vero, sarebbe difficile per un gestore attivo creare e attivare un portafoglio che superi costantemente la media dei guadagni del suo universo di investimento.



**Gary Black**  
JANUS CAPITAL GROUP  
PRESIDENTE E DIRETTORE  
DEGLI INVESTIMENTI

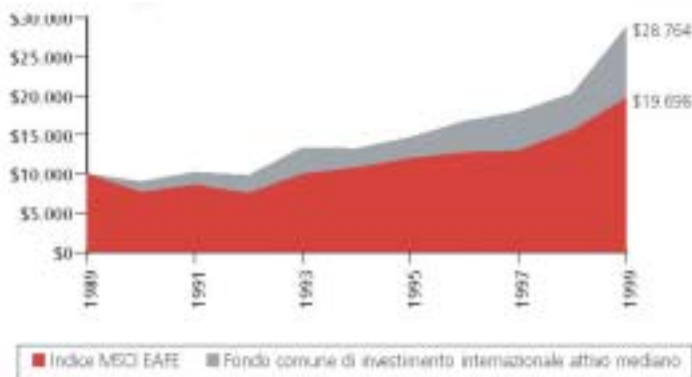
Tuttavia, in quanto ipotesi scientifica, l'EMH è basato su una serie di presunzioni. Tra queste: che le transazioni siano a costo zero, che tutte le informazioni importanti su un titolo siano disponibili contemporaneamente per tutti i partecipanti, e che gli investitori prendano sempre decisioni razionali al fine di massimizzare gli utili. Ma nel mondo reale, le transazioni non sono gratuite, le informazioni di cui sopra non possono arrivare istantaneamente a tutti.

L'ipotesi basilare dell'EMH è probabilmente che gli investitori prendano le decisioni in modo completamente razionale. Chi di noi conosce gli esseri umani sa, in base all'esperienza personale, che questo semplicemente non è vero.

## ALTRI LIMITI DELL'APPROCCIO PASSIVO

I portafogli passivi sono gestiti, ma non da gestori professionisti. Un portafoglio creato in modo da replicare il benchmark non è un aereo che vola con il pilota automatico. Infatti ha un gestore: l'organizzazione che crea e mantiene il benchmark. I maggiori fornitori di indici hanno vari metodi per costruirli.

## 1989-1999, meno Giappone per battere l'indice



Riducendo Tokyo rispetto agli indici i fondi attivi fecero meglio. Fonte: Lipper

Alla Standard & Poor's, un comitato decide quali azioni includere nell'S&P 500, mentre l'inserimento negli indici Russell e Morgan Stanley Capital International è più strettamente connesso alla capitalizzazione di mercato. Per tutti e tre questi fornitori, il rendimento futuro previsto per un titolo non è un criterio di scelta per l'inserimento dello stesso nei loro indici. In altre parole, gli indici non sono fatti per massimizzare il rendimento dell'investimento, e pertanto non lo sono neanche i fondi che li replicano.

La maggior parte dei portafogli passivi sono ponderati nei confronti dei "vincitori di ieri". Comprano a molto e vendono a poco. Gli indici usati più frequentemente per i portafogli passivi sono ponderati in base alla capitalizzazione. I portafogli legati a questi indici hanno gran parte delle loro partecipazioni concentrate nei titoli con valutazione maggiore, e molto poche in quelli con valutazione meno alta. Gli investitori passivi sono costretti a sovraccaricarsi di titoli quando questi diventano più costosi, ed alleggerire le partecipazioni quando diventano meno care. Tutto ciò non solo rende impossibile qualunque caccia all'affare, ma è esattamente l'operazione opposta. A differenza di un fondo a gestione attiva, un fondo indicizzato non può liberarsi delle azioni di una società in rapido declino (o che è in procinto di esser-

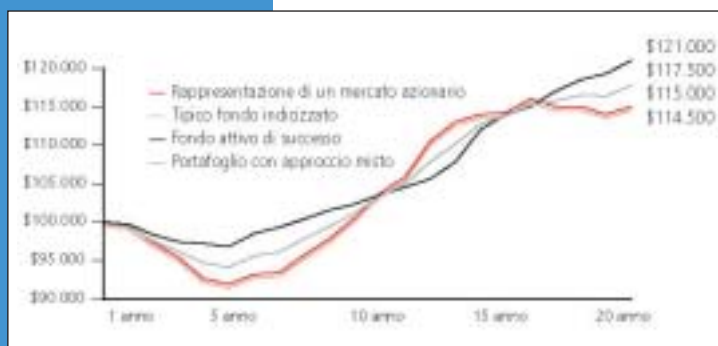
continua a pagina 16

## Tre strategie a confronto col mercato

I rendimenti ed i periodi mostrati in questo grafico sono ipotetici e non rappresentano i rendimenti di nessun indice o fondo reale, o periodo reale nella storia del mercato. La rappresentazione del mercato è un portafoglio di tutti i titoli negoziati pubblicamente ponderati in base alla capitalizzazione. I valori per la

rappresentazione del mercato sono stati creati per dare una traiettoria approssimativa del ciclo completo di mercato negli anni. Il tipico fondo indicizzato costituisce la rappresentazione del mercato azionario, meno lo 0,50% per le spese operative e di gestione. Il fondo attivo di successo è un ipotetico fondo comune di

investimento azionario con gestione attiva. Il portafoglio misto è una via di mezzo.





■ di Coleman S. Kendall\*

Qui New York

## L'indipendenza delle Banche Centrali

**S**ia la FED che la BCE sono banche centrali indipendenti, nel senso che le decisioni all'interno di questi istituti vengono prese in totale indipendenza dalla politica nonostante i dirigenti di questi istituti vengono nominati direttamente dai politici.

Negli Stati Uniti questo è stato occasionalmente fonte di conflitto tra la Casa Bianca ed il presidente della FED. È stato più volte riportato che il presidente George H W Bush (padre dell'attuale capo della Casa Bianca) imputò alcune responsabilità relative alla sua mancata rielezione del 1992 proprio al presidente Greenspan. Solitamente i responsabili della FED riescono ad imporsi nelle loro dispute con i politici, se non altro perché gli attori del mercato americano sono consci che un'eventuale alternativa (una banca centrale diretta da uomini della politica) sarebbe decisamente peggiore. Quando Alan Greenspan incontra il congresso americano questo tipo di contrasti è evidente: mentre la FED fronteggia pressioni che da ogni angolo del mondo minacciano l'economia degli Stati Uniti, i membri del congresso ed i senatori sono preoccupati esclusivamente alle questioni locali che interessano i loro relativi stati.

La banca centrale europea è stata creata su questo modello, per poter affrontare i temi che le competono in assoluta indipendenza. Nei primi anni di vita della BCE questo sembrò relativamente facile, e solo pochi politici tentarono di opporsi alla decisione di mantenere bassi i tassi

di interesse, ma ora, con l'inflazione che rialza la testa, è la stessa banca centrale ad avvertire i mercati di un prossimo rialzo dei tassi.

Un momento da sempre piuttosto delicato. Negli Stati Uniti, il primo rialzo dei tassi dell'ultimo periodo, nel giugno 2004, coincise con un periodo di vigorosa crescita (era infatti appena stato fatto il comunicato che la recessione aveva avuto termine nel novembre 2001). Non si può dire che situazione europea di oggi sia la stessa, infatti Francia, Germania ed Italia hanno realizzato crescita modeste dal secondo trimestre 2004 ad oggi, e con tassi di disoccupazione sempre piuttosto alti.

La Francia è stata scossa da proteste e tumulti a parziale risposta della difficile situazione occupazionale e le difficoltà politiche in Germania e Italia sono lo specchio di performance economiche deludenti.

La Banca Centrale è in una difficile posizione, non potrà evitare di alzare i tassi se l'inflazione permarrà su livelli superiori al 2%. L'"arte" della Banca Centrale è proprio quella di preparare i mercati alle sue mosse, in modo che la reazione di questi sia minima. Similmente deve convincere i politici che di norma hanno preoccupazioni ben diverse. Gli incrementi del tasso d'interesse che la BCE si appresta a compiere saranno dunque indicativi delle qualità dell'istituto europeo e diranno molto dell'effettiva indipendenza che avrà in futuro.

\*Economic Strategies, New York

segue da pagina 10

lo). Come si vede nel grafico di pagina 19, i portafogli passivi non possono evitare di subire l'impatto delle perdite di società come Conexant Systems, JDS Uniphase e Broadvision. Al contrario, se un'azione o un settore improvvisamente si impenna per la mania degli investitori, come i titoli tecnologici alla fine degli anni Novanta, l'investitore passivo non ha altre possibilità che cavalcare l'onda di questi titoli mentre salgono sempre di più nella stratosfera, ed essere costretto a subire le perdite quando scoppia la bolla.

I portafogli passivi sono sensibili alle alterazioni del prezzo tecnico. Nella misura in cui la porzione delle attività di mercato gestite con strategie indicizzate cresce, l'inserimento o esclusione di un titolo da un indice popolare ha un impatto crescente sul suo prezzo. Sebbene i fornitori di indici si siano adoperati, negli ultimi anni, per mitigare questi effetti, che normalmente non sono molto ampi in relazione al prezzo nel suo complesso di un titolo, questi effetti ancora esistono. Gli investitori passivi non possono evitare tali distorsioni del prezzo, che non sono correlate ai fondamentali del titolo.

### I VANTAGGI DELL'APPROCCIO ATTIVO

In mercati ondivaghi e con bassi rendimenti come quelli di oggi, la gestione attiva dà la possibilità di raggiungere utili significativi. La maggior parte delle previsioni indicano per i prossimi anni utili annuali medi ad una sola cifra per il mercato azionario nel suo complesso. Se sarà questo il caso, tali utili relativamente modesti potranno essere inadeguati per gli obiettivi di investimento dei clienti. Per definizione, ovviamente, una strategia passiva non può superare il rendimento del suo benchmark. La gestione attiva, d'altro canto, offre la possibilità di ottenere utili superiori. Questa possibilità si è spesso realizzata, particolarmente in caso di ampie diversità nei mercati e nei segmenti di mercato meno efficienti come le azioni internazionali e small/mid cap statunitensi.

continua a pagina 18

## segue da pagina 16

La storia del mercato dell'ultimo decennio mostra che i fondi di investimento con gestione attiva di tipo U.S. large-cap growth equity mediani hanno superato la prestazione dei fondi passivi in quell'universo per lunghi periodi, specialmente in presenza di ampie diversità tra i mercati.

I fondi attivi hanno sofferto nei confronti dei comparti indicizzati tipici quando l'ampiezza dei mercati si è ridotta in modo eccezionale o è stata eccezionalmente ristretta. Per esempio, al culmine del boom delle azioni tecnologiche alla fine degli anni Novanta una manciata di titoli furono gli artefici della maggioranza degli utili da azioni; si consideri infatti che alla fine del 1999 il 60% della capitalizzazione di mercato dell'indice S&P 500 era costituita dal 10% delle azioni nell'indice. I fondi attivi hanno ristagnato in questo periodo di estrema concentrazione di mercato. Appena si è ricostituita una maggiore varietà nei mercati, nel 2000-2003, i fondi attivi hanno

avuto un rendimento maggiore.

A differenza dei fondi indicizzati, che sono volatili come i rispettivi indici, un portafoglio attivo può prendere delle posizioni nel tentativo di evitare di arenarsi. In effetti, solo con una strategia attiva un investitore può evitare di rimanere con tutti gli investimenti in un mercato in cattive condizioni, o cercare di evitare selettivamente i settori e le azioni con i rendimenti peggiori. Un portafoglio attivo non scende automaticamente di pari passo con il mercato.

Un esempio eccellente di quanto affermato sopra lo abbiamo nel decennio degli anni Novanta (vedere grafico a pagina 16 in alto). In quel periodo, la maggior parte dei fondi azionari internazionali con gestione attiva ha superato i rendimenti dei portafogli con gestione passiva, principalmente perché i fondi attivi hanno sottoponderato il Giappone (uno dei più grandi mercati azionari fuori dagli Stati Uniti, e pertanto di maggior peso negli indici azionari internazionali), viste le pessime condi-

zioni economiche in cui il Paese si trovava all'epoca.

Esiste una maggiore autonomia nelle strategie attive che nell'approccio passivo per adattare un portafoglio agli obiettivi personali di un investitore. Ad esempio, il consulente ed il cliente possono scegliere un fondo comune di investimento o un conto di gestione con un maggiore o minore livello di rischio

ed utili potenziali, a seconda della tolleranza al rischio del cliente, o un portafoglio di azioni con un maggiore flusso di dividendi per investitori con maggiore necessità di introiti.

Ci sono molte ragioni per dare importanza alle strategie attive nel portafoglio di un cliente, come indicato in precedenza: l'opportunità di guadagnare utili significativi in un contesto di bassi-utili, la possibilità di attuare la discesa del mercato o la volatilità del settore, una maggiore autonomia nell'adeguare un portafoglio ai bisogni ed obiettivi specifici del cliente.



■ di Luca La Ferla\*

## Sony rootkits, eguagliata la tassa Siae sui supporti

**P**robabilmente qualcuno avrà letto della Sony/BMG accusata di aver messo in commercio 4.7 milioni di CD musicali che installano un RootKit sul computer qualora s'intenda ascoltarli al di fuori del nostro (stupido) stereo. Iniziamo a spiegare cos'è un rootkit. Andando a consultare wikipedia ([www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)) si legge che un rootkit è un insieme di strumenti software normalmente utilizzati da un intruder per nascondere gli stessi al proprietario del computer al fine di mantenere l'accesso senza che nessuno se ne possa

accorgere. In altri termini, e semplificando come sempre, ascoltando un CD della Sony/BMG sul nostro computer di casa o addirittura in azienda, il DRM (Digital Right Management - il software anti-copia) della Sony volendo può essere usato per inserirsi nel nostro computer senza che il legittimo proprietario se ne accorga anche se l'utente ha disinstallato il gioiellino elettronico. E' quello che si potrebbe definire una sorta di cavallo di Troia, definizione per i programmi di intrusione che garantiscono l'accesso e la manipolazione non

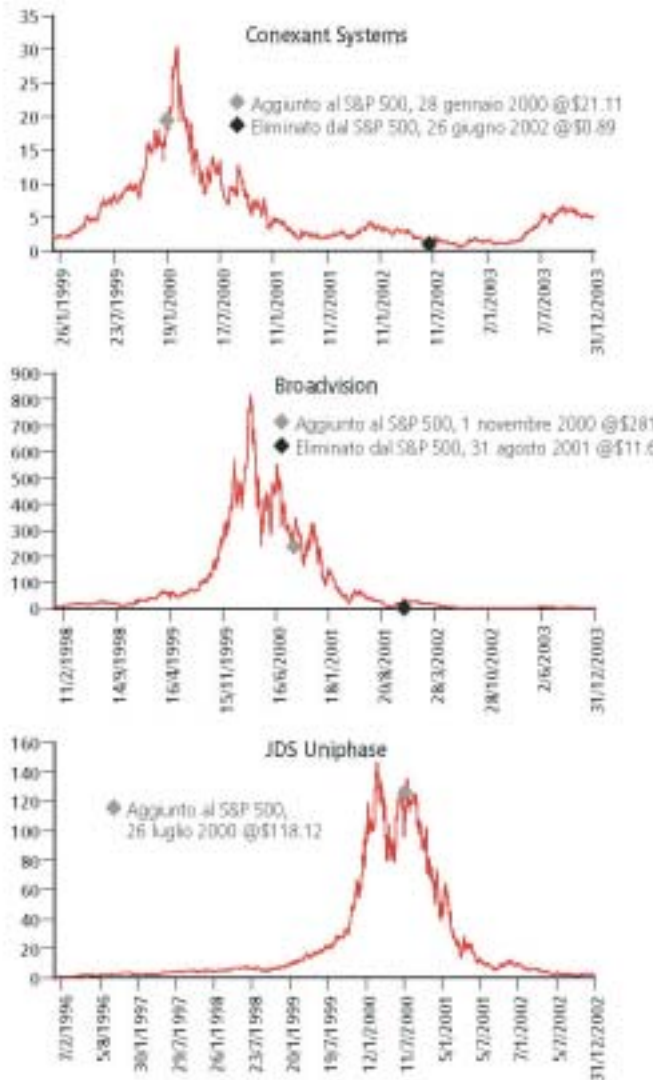
autorizzata delle risorse, o meglio ancora, violazione della proprietà privata. Ma perché la Sony, uno dei più grandi gruppi al mondo ed il marchio più conosciuto nell'area dell'elettronica di consumo e professionale farebbe una cosa simile? A caldo mi verrebbe da dire: panico, ma non come quello che prende Big Red (Microsoft) ogni 5 anni. Questo è panico vero! Ma ragionandoci sopra invece la situazione è ben più complessa ed articolata che una soluzione miope pensava di risolvere ed invece ha ottenuto

esattamente il contrario. Sony è diventata così grande da produrre i lettori di contenuti multimediali (il walkman è l'esempio antesignano dei riproduttori portatili) e i contenuti stessi da leggere (le canzoni da ascoltare sul nostro player) quindi, per preservare questa sua duplice natura, ha ben pensato di mettere dei controlli sui contenuti coperti da diritti d'autore. In questo modo, si voleva ottenere da una parte di impedire a suoi dispositivi di copiare contenuti sottoposti a copyright (in particolare poi se i contenuti sono della

Tuttavia, alcuni investitori possono preferire di non adottare un approccio esclusivamente attivo. Per i clienti che sono particolarmente contrari al rischio, o che preferiscono un approccio passivo per una parte dei loro portafoglio, l'unire le due strategie attiva e passiva nel piano globale di un portafoglio può aiutare ad attenuare la volatilità complessiva degli utili in un ciclo di mercato.

Questo approccio misto dà la possibilità di generare alpha con minore rischio, in confronto ad una strategia meramente passiva. (grafico a pagina 16 in basso). Le componenti passive possono portare utili maggiori nell'improvvisa impennata di mercato, mentre le strategie attive mirano a generare alpha in fasi di mercati piatti o in lieve declino, ovvero limitare tatticamente i danni in caso di mercati che precipitano. In questo modo, una combinazione di componenti indicizzati ed attivi può anche annullare gli alti e bassi della totalità di un portafoglio nel corso degli anni. ■

## Se il titolo va giù ed esce dall'indice il fondo passivo deve vendere in perdita



## Insider

stessa casa giapponese), dall'altra hanno limitato la possibilità di riprodurre i contenuti al di fuori dei contesti principali. In particolare il CD Audio si ascolta sul lettore del CD dello stereo e non sul computer perché se lo metti sul computer vuol dire che vuoi farne copie illegali.

Ed ecco la killer-idea: ti metto un bel programma "malware" e se provi a trasferire il prezioso CD sul tuo hardisk per fartene una copia per la macchina o sul tuo player per godertelo in libertà, ti cambio la faccia. Risultato? Negli Usa ci sono già orde di class action che si stanno organizzando, nel mondo

tech non si parla d'altro. Penso che chi ha deciso una simile azione abbia eguagliato l'intraprendenza e la lungimiranza di coloro che in Italia hanno messo un tassa sui supporti digitali (CD, DVD e Hard disk) a favore della SIAE con il risultato di aver messo in crisi i produttori nazionali e avere spostato la domanda in Francia e Germania dove il tributo non c'è e i supporti costano meno. Per completezza: ho letto che Sony sta ritirando i 4.7 milioni di CD con XP Copy Protection per cambiarli con dei CD "normali". Infine, su Linux il rootkit della Sony/BMG non funziona!  
\* Fondatore Digitaltrust

**Obbligati a comprare i titoli dell'indice, i fondi passivi - come ne caso delle tre azioni del grafico - sono spesso costretti ad acquistare titoli a prezzi alti (quando vengono inseriti nell'indice) e a rivenderli obbligatoriamente anche a basso prezzo quando escono dell'indice.**  
Fonte: Yahoo Finance - Standard & Poor's