



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**INVESTIMENTI ATTIVI E PASSIVI:
CONFRONTO TRA ETF E FONDI ATTIVI E RUOLO
DELLA FINANZA COMPORTAMENTALE**

**ACTIVE AND PASSIVE INVESTMENTS:
COMPARISON BETWEEN ETFS AND ACTIVE
FUNDS AND THE ROLE OF BEHAVIORAL
FINANCE**

Relatore:
Prof.ssa Camilla Mazzoli

Rapporto Finale di:
Alberto Mandolesi

Anno Accademico 2023/2024

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1 - FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO ED EXCHANGE TRADED FUNDS (ETF)	3
1.1 FONDI ATTIVI	3
1.1.1 Creazione del fondo ed asset allocation	5
1.1.2 Gestione del fondo e concetto di “benchmark”	7
1.2 ETF	9
1.2.1 Definizione ed evoluzione degli ETF	11
1.2.2 Caratteristiche degli ETF	12
CAPITOLO 2 - TRADE-OFF TRA PERFORMANCE E COSTI	17
2.1 ANALISI DELLE PERFORMANCE.	17
2.1.1 SPIVA Report	17
2.2 ANALISI DEI COSTI	21
2.2.1 Incidenza dei costi sul rendimento	25
CAPITOLO 3 - FINANZA COMPORTAMENTALE E STRUMENTI DI DE-BIASING	29
3.1 FINANZA COMPORTAMENTALE	29
3.1.1 Bias comportamentali	30
3.2 STRUMENTI DI DE-BIASING	35

3.2.1	L'importanza dell'educazione finanziaria	37
3.2.2	Il ruolo della consulenza finanziaria	40
	CONCLUSIONI	44
	BIBLIOGRAFIA	46
	SITOGRAFIA	47

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni il mercato finanziario ha attraversato un periodo di profonda trasformazione. Gli anni 2000 hanno portato con sé una serie di innovazioni tecnologiche come l'introduzione di algoritmi di trading e, grazie ad internet, l'apertura delle piattaforme di trading elettronico anche ai non professionisti.

Questa democratizzazione dell'accesso agli investimenti ha contemporaneamente prodotto una sempre maggior interdipendenza tra i mercati, amplificando l'impatto delle varie crisi finanziarie, come la bolla delle dot-com ad inizio secolo, la crisi finanziaria nel 2008 e l'ultima turbolenza finanziaria durante la pandemia del COVID-19. Nonostante questa evoluzione, rimane ancora aperto il dibattito tra quale gestione di portafoglio sia la migliore: quella attiva o quella passiva? La prima basa i suoi presupposti sul fatto che, attraverso l'abilità di un gruppo di professionisti, si possa battere in maniera costante il mercato, mentre la seconda si basa sull'ipotesi dei mercati efficienti, ovvero, sul presupposto che, se i mercati sono efficienti, non è possibile batterli sistematicamente al netto dei costi informativi.

Durante la trattazione di questa tesi si analizzeranno e confronteranno, nel primo capitolo, i due strumenti finanziari cardine per i sopra detti due tipi di gestione: i fondi comuni d'investimento, per la gestione attiva, e gli ETF, per quella passiva;

nel secondo si analizzeranno le differenze di performance tra i due strumenti, con un focus sull'impatto dei costi sul rendimento totale.

Nel terzo, ed ultimo capitolo, si illustreranno i principali bias comportamentali passibili di influenzare le scelte finanziarie e si esamineranno gli strumenti di de-biasing atti a mitigarne l'influenza, ponendo l'accento sull'educazione finanziaria quale strumento fondamentale per la comprensione dei prodotti finanziari e per lo sviluppo di scelte consapevoli e ponderate.

La trattazione nel suo complesso, quindi, si prefigge, partendo dalla genesi degli strumenti di investimento stessi e grazie alle ulteriori valutazioni approfondite nei suoi capitoli, di fornire al lettore un "tool kit" per analizzare in maniera critica e consapevole le proprie scelte di investimento.

CAPITOLO 1

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO ED EXCHANGE TRADED FUNDS (ETF)

1.1 FONDI ATTIVI

L'impiego del risparmio per scopi produttivi si sviluppa durante il Medioevo attraverso il "contratto di commenda". Questo contratto, introdotto nel XII secolo, permetteva ai risparmiatori di affidare il proprio capitale ad un mercante, che lo destinava ad operazioni commerciali marittime. Al termine dell'impresa il mercante, se la spedizione fosse avvenuta con successo, avrebbe reso conto degli esiti dell'investimento e, oltre a restituire i capitali presi in prestito, avrebbe distribuito i profitti tra tutti i partecipanti all'operazione.

“Venivano così attivati il piccolo come il grosso risparmio, i pochi soldi della vedova e dell’artigiano e i sacchetti d’oro e d’argento del ricco¹”

Va tuttavia precisato che, a livello storico, il primo fondo d'investimento conosciuto fu creato nel 1774 dall'olandese Abraham Van Ketwich, chiamato Eendragt Maakt Magt, ovvero "L'unità fa la forza".

I fondi comuni sono strumenti d'investimento che vengono gestiti dalle società di gestione del risparmio (SGR), la cui attività consiste nel riunire le somme di denaro di più risparmiatori ed investirle, come un unico patrimonio, in attività finanziarie

¹ Gualtieri Paolo, 2018, "Teoria dell'intermediazione finanziaria", IV edizione, pag. 27

(azioni, obbligazioni, titoli di stato, ecc.). Il patrimonio del fondo è giuridicamente separato da quello della società, ciò significa che in nessun modo i creditori della società possono fare rivalsa su di esso, ed allo stesso tempo i gestori del fondo non possono utilizzare i beni dello stesso per il loro interesse. Il risparmiatore per accedere al fondo deve sottoscrivere almeno una quota, che rappresenta una frazione del patrimonio totale del fondo e garantisce uguali diritti. La gestione di questi fondi avviene tramite gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) e può essere svolta da SGR (Società di Gestione del Risparmio), SICAV (Società di Investimento a Capitale Variabile) e SICAF (Società di Investimento a Capitale Fisso). L'articolo 33 del Testo Unico stabilisce che solo queste società sono autorizzate a fornire servizi di gestione collettiva che includono la promozione, la costituzione e l'organizzazione dei fondi comuni di investimento. Inoltre, le SGR hanno la possibilità di offrire la gestione di portafogli di investimento su base individuale per conto di terzi, oltre alla possibilità di istituire e gestire fondi pensione. Teoricamente, esiste una distinzione tra SGR e SICAV/SICAF, mentre le SGR creano il fondo comune (che rappresenta un patrimonio autonomo) con il denaro dei sottoscrittori e lo amministrano, i SICAV e le SICAF rappresentano delle vere e proprie società, in cui i sottoscrittori acquisiscono la posizione di soci godendo di tutti i diritti correlati (come il diritto di voto). Tuttavia, nella pratica, fondi comuni, SICAV e SICAF operano in attività simili. Pertanto, nel corso della

trattazione, il termine "fondo" sarà utilizzato per riferirsi sia ai fondi comuni che alle SICAV e SICAF.

1.1.1 Creazione del fondo ed asset allocation

Per la creazione del fondo le SGR devono elaborare il proprio progetto che deve includere l'obiettivo di investimento, la politica di investimento, i rischi associati, le strategie e le condizioni di offerta. In seguito, viene preparato il regolamento di gestione, che definisce le regole operative del fondo, ed il prospetto informativo, che fornisce informazioni dettagliate ai potenziali investitori. Questi documenti devono essere conformi ai requisiti normativi stabiliti dalla CONSOB e dalla Banca d'Italia. Prima di poter operare, il fondo deve ottenere l'autorizzazione dalla Banca d'Italia, che valuta la sua conformità alle normative vigenti, la solidità del progetto e l'adeguatezza della SGR. Una volta ottenuta l'autorizzazione, il fondo deve essere iscritto in un apposito registro tenuto dalla Banca d'Italia. Con l'autorizzazione ottenuta e la sua registrazione, la SGR può iniziare la raccolta dei capitali dai sottoscrittori attraverso la vendita delle quote del fondo e, una volta raccolti i capitali, può iniziare la sua attività d'investimento.

I fondi d'investimento si distinguono principalmente in aperti e chiusi. I primi permettono agli investitori di acquistare o riscattare le quote in qualsiasi momento, i secondi invece accettano sottoscrizioni solamente durante un periodo iniziale di offerta e tipicamente consentono il rimborso delle quote solo al termine del periodo

di investimento. Un'altra distinzione riguarda i fondi armonizzati (fondi comuni di investimento che rispettano le norme stabilite dalla Direttiva UCITS² dell'Unione Europea) e i fondi non armonizzati, che sono sottoposti a regole meno stringenti e quindi hanno maggiore libertà d'investimento del patrimonio raccolto ma, potenzialmente, anche un maggior rischio. Infine, abbiamo i fondi a distribuzione, che garantiscono una cedola periodica, oppure quelli ad accumulazione, che reinvestono i proventi generati all'interno del fondo.

L'aspetto determinante per la scelta di un fondo riguarda l'asset allocation, ovvero il processo con cui si decide in che modo distribuire le risorse finanziarie fra le varie tipologie d'investimento. In base al suddetto criterio si individuano le seguenti cinque macrocategorie:

- **Fondi azionari:** investono almeno il 70% del proprio portafoglio in azioni, mentre la parte residuale viene investita in obbligazioni e in liquidità.
- **Fondi obbligazionari:** non possono investire in azioni (con l'eccezione dei fondi obbligazionari misti che possono investire da 0% al 20% del portafoglio in azioni) e i titoli obbligazionari hanno durata maggiore di 6 mesi.
- **Fondi bilanciati:** investono in azioni per importi che vanno dal 10% al 90% del portafoglio.

² La direttiva UCITS mira a permettere la libera vendita di fondi nei paesi membri dell'UE, garantendo al contempo un elevato livello di protezione per gli investitori

- Bilanciati azionari: azioni in portafoglio comprese tra il 50% e il 90%.
- Bilanciati: azioni in portafoglio comprese tra il 30% e il 70%.
- Bilanciati obbligazionari: azioni in portafoglio comprese tra il 10% e il 50%.
- **Fondi di liquidità**: investono tutto il proprio portafoglio in obbligazioni e in liquidità. Gli strumenti finanziari devono obbligatoriamente avere un rating superiore ad una certa soglia³. La durata dello strumento deve essere inferiore a 6 mesi.
- **Fondi flessibili**: non hanno alcun vincolo sull'asset allocation di base (azioni-obbligazioni).

1.1.2 Gestione del fondo e concetto di “benchmark”

In questo paragrafo si parlerà della gestione attiva dei fondi, poiché i fondi passivi hanno lo stesso funzionamento degli ETF, che verranno trattati nel paragrafo successivo.

La gestione attiva è una strategia con cui il gestore cerca di superare le performance di un benchmark di riferimento attraverso l'identificazione e l'investimento dei capitali in settori o titoli che si prevede possano superare le performance medie.

³ Tale soglia non deve essere inferiore a A2 (Moody's), A (S&P) oppure a rating equivalenti assegnati da altre agenzie indipendenti.

Questo implica un'attenta valutazione delle opportunità di mercato e la capacità di prevedere le tendenze future, al fine di ottimizzare il portafoglio per ottenere il massimo rendimento possibile.

Nel mondo finanziario, con il termine "benchmark" ci si riferisce ad un parametro usato per valutare l'efficacia delle performance di un investimento o di un intero portafoglio. Può trattarsi di un indice di mercato specifico, di un valore medio di un certo settore, oppure di altri standard prestabiliti che rappresentano una porzione precisa del mercato finanziario. Il benchmark, oltre a facilitare la definizione di strategie di investimento da parte di investitori e gestori di fondi, consente un diretto confronto tra le performance di differenti investimenti e contribuisce a disegnare il profilo di rischio associato ad un investimento, creando le basi per decisioni di investimento più consapevoli. La gamma di benchmark a disposizione è vastissima e dipende dalla classe di asset considerati (ad esempio azioni, obbligazioni o materie prime), e dal contesto geografico o settoriale specifico. La scelta del benchmark più adatto è di fondamentale importanza perché deve rispecchiare con precisione le dimensioni della sfera di investimento e la strategia effettivamente adottata dal fondo o dal portafoglio, per garantire che l'analisi delle performance sia davvero significativa e applicabile.

La gestione attiva, come si può facilmente intuire, comporta dei costi maggiori rispetto ad una gestione passiva, poiché implica il lavoro di professionisti in ambito di ricerca ed analisi dei prodotti finanziari.

I costi principali da sostenere per la gestione attiva sono:

- **Commissione d'ingresso:** viene pagata al momento della sottoscrizione del fondo.
- **Commissione di gestione:** è il costo associato all'attività di gestione.
- **Commissione di performance:** viene pagata solamente al raggiungimento di determinati obiettivi stabiliti nel regolamento.
- **Commissione d'uscita:** viene pagata al momento di uscita dal fondo.

Mentre la commissione di gestione è sempre presente, le altre possono anche non essere applicate, ma questo dipende dalla politica commerciale della società di gestione e da quella di vendita.

1.2 ETF

L'idea di poter comprare e vendere un portfolio in un'unica operazione si sviluppa verso la fine degli anni '70. Inizialmente lo scambio di queste operazioni avveniva soltanto tra i grandi investitori, i cui portfolio erano principalmente composti da azioni di società incluse nell'indice S&P 500. La struttura degli ETF ha le proprie radici nel crollo di Borsa del 1987, quando gli investitori istituzionali notarono, dalle dinamiche di questo crollo di mercato, che avevano la necessità di scambiare grandi quantità di azioni in modo rapido e su base giornaliera.

Nel 1990 una società di Los Angeles, la Leland-O'Brien-Rubinstein (LOR) raggruppò una molteplicità di azioni in un unico paniere quotato in borsa e

negoziato come una singola unità. La creazione del fondo avvenne con successo, ma durò solo un paio di anni a causa della mancanza d'interesse da parte degli investitori, principalmente per via delle alte soglie d'investimento minimo.

Nonostante ciò, l'idea di quotare un fondo in borsa persistette e nel 1990 in Canada, la società Toronto Index Participation Shares decise di replicare l'indice Toronto Stock Exchange 35. Sulla spinta di questo successo, il concetto di ETF venne ripreso anche negli USA. Infatti, una volta superati tutti gli ostacoli normativi e regolamentari, nel 1993 fu quotato il primo ETF presso l'American Stock Exchange (AMEX), lo SPDR S&P 500 (Standard & Poor's Depositary Receipts), che permetteva agli investitori l'opportunità di accedere alla diversificazione rappresentata dall'indice S&P 500 riuscendo ad ottenere la stessa performance del benchmark ed avendo commissioni molto basse. Questo ETF segnò un punto di svolta nel panorama degli investimenti, consentendo agli investitori individuali di ottenere un'elevata diversificazione attraverso una singola operazione. Da quel momento gli ETF hanno rivestito un ruolo fondamentale nell'ambito degli investimenti finanziari, offrendo agli investitori liquidità, trasparenza e diversificazione a costi contenuti. Il significativo volume di scambi e l'ammontare dei fondi gestiti riflettono la crescente accettazione e l'importanza degli ETF nelle moderne strategie di investimento.

1.2.1 Definizione ed evoluzione degli ETF

Gli ETF (acronimo di Exchange Traded Funds, letteralmente “fondi indicizzati quotati”) sono fondi o SICAV a basse commissioni di gestione le cui quote sono negoziabili in borsa come le normali azioni. La loro caratteristica principale è costituita dall'indicizzazione: Gli ETF replicano passivamente la composizione di un indice di mercato (azionario, obbligazionario o di materie prime) e, di conseguenza, anche il suo rendimento. Se ad esempio l'indice FTSEMIB si apprezza del 5% anche l'ETF legato a questo indice subirà un rialzo della stessa proporzione. Lo sviluppo per il mercato retail, come detto in precedenza, inizia negli anni '90 con il lancio del primo ETF in Canada ed in seguito con lo SPDR S&P 500 ETF in America (ad oggi il più grande ETF con più di \$500bln in asset (SSGA, 2024)). In questa fase gli ETF hanno principalmente replicato gli indici di mercato più ampi, come il Dow Jones Industrial ed il Nasdaq 100, offrendo agli investitori una modalità efficiente per ottenere esposizione a un'ampia gamma di azioni con un'unica transazione. All'inizio degli anni 2000, gli ETF entrarono anche nel mercato Europeo, in cui la Borsa Tedesca (XETRA) fece da apripista. Da questo momento gli ETF hanno iniziato a espandersi includendo una vasta gamma di indici di mercato, settoriali, regionali e di fattori specifici, in seguito si svilupparono anche ETF obbligazionari, di materie prime (ETC) e di valute. Verso gli anni 2010 sono stati introdotti ETF con strategie di investimento più sofisticate, come gli ETF Smart Beta, che utilizzano criteri di selezione diversi dalla semplice

capitalizzazione di mercato per costruire il portafoglio. Al contrario degli ETF normali, gli Smart Beta cercano di ottenere un extra rendimento rispetto al loro indice, sovrappesando, ad esempio, titoli che stanno avendo una tendenza positiva oppure titoli che hanno bassa volatilità. Negli ultimi anni si sono ulteriormente specializzati per soddisfare anche le esigenze più specifiche degli investitori. Sono stati introdotti, infatti, ETF che offrono esposizione a settori e tematiche specifiche, come tecnologia, energia rinnovabile, salute e benessere, riflettendo le tendenze emergenti nei mercati globali. Ad oggi gli ETF sul mercato sono più di 8000 e gli investimenti totali superano i \$10.32 tn⁴.

1.2.2 Caratteristiche degli ETF

Le caratteristiche principali degli ETF sono:

- **Semplicità:** Sono strumenti finanziari di tipo passivo che mirano a replicare le performance di un indice di riferimento. Questo consente agli investitori di investire facilmente in diversi mercati (come azioni, obbligazioni, materie prime). Allo stesso tempo permettono un'ampia diversificazione del portafoglio con l'acquisto di una singola quota del fondo. Ad esempio, l'ETF di Vanguard, che traccia l'indice Ftse All-World (ISIN IE00BK5BQT80), ha al suo interno 3644 partecipazioni⁵. La loro

⁴ Financial Times: Assets invested in global exchange traded funds hit record \$10.32tn

⁵ justETF, www.justetf.com, data di consultazione 24 febbraio 2024, URL: <https://www.justetf.com/it/etfprofile.html?isin=IE00BK5BQT80#panoramica>

negoziazione avviene in tempo reale sulla borsa, permettendo acquisti e vendite tramite banche o broker come se fossero azioni ordinarie.

- **Trasparenza:** Essendo legati ad indici di mercato noti, offrono una chiara visibilità sul profilo di rischio e rendimento dell'investimento, oltre ad informare dettagliatamente sugli asset contenuti nel portafoglio (queste informazioni sono contenute nel KID⁶). Inoltre, forniscono agli investitori una costante valutazione del loro investimento, visto che il prezzo della quota viene aggiornato in tempo reale.
- **Flessibilità:** Non presentano una data di scadenza, consentendo agli investitori di definire liberamente la durata dell'investimento in base ai propri obiettivi, che possono spaziare dal trading giornaliero fino a investimenti a lungo termine per la pensione. La possibilità di negoziare anche singole quote rende gli ETF accessibili per investimenti di ogni dimensione, offrendo l'opportunità di operare anche con importi ridotti.
- **Costi contenuti:** La gestione passiva e la quotazione in borsa degli ETF permettono di ridurre significativamente i costi rispetto a quelli di una gestione attiva. I costi da sostenere sono legati alle commissioni di gestione,

⁶ KID (Key Information Document) è un documento reso obbligatorio dalla corte europea nel gennaio 2018 che deve contenere le informazioni-chiave destinate a guidare gli investitori nell'assunzione di decisioni d'investimento consapevoli.

che dipendono dalla complessità dell'indice e dalla liquidità del mercato in cui opera, oltre che dal Bid/Ask spread nel momento di acquisto e vendita.

- **Riduzione del rischio emittente:** Sono costituiti da fondi o Sicav, il cui patrimonio è legalmente di proprietà dei detentori delle quote. Questo significa che, anche in caso di insolvenza della società di gestione, il patrimonio dell'ETF rimane protetto.
- **Politica di distribuzione:** In base alle proprie preferenze ed obiettivi, gli investitori possono scegliere ETF che distribuiscono i dividendi o gli interessi maturati, oppure ETF ad accumulazione, che reinvestono i proventi nel fondo, beneficiando così automaticamente dell'interesse composto. Un fattore da considerare nella scelta tra queste due tipologie è il regime fiscale in cui si opera.
- **Tipo di replica:** La metodologia di replica determina come l'ETF cerca di emulare la performance dell'indice. Le principali tipologie di replica sono tre:
 - Replica Fisica Totale: L'ETF detiene tutti i titoli che compongono l'indice di riferimento, nelle stesse proporzioni. Questo approccio mira a una corrispondenza molto precisa tra la performance dell'ETF e quella dell'indice. Di conseguenza, i costi e la complessità di gestione sono maggiori, specialmente su indici che includono un gran numero di titoli. Per questo motivo la replica totale è efficace per indici costituiti da un numero

non troppo elevato di titoli così da consentire l'ottimizzazione dei costi di transazione, visto che la replica fisica totale richiede che il gestore effettui ribilanciamenti periodici dovuti all'uscita dall'indice di titoli e all'entrata di nuovi.

- Replica Fisica Campionaria: L'ETF detiene solo una selezione (o campione) dei titoli presenti nell'indice di riferimento. Il campione è scelto in modo da cercare di emulare la performance complessiva dell'indice. Questa metodologia riduce i costi e la complessità, ma potrebbe introdurre un maggiore *tracking error*, ovvero una maggiore discrepanza tra la performance dell'ETF e quella dell'indice.
- Replica Sintetica: Gli ETF che adottano la replica sintetica utilizzano strumenti derivati come gli swap per replicare la performance dell'indice. Gli swap permettono a due soggetti di scambiarsi, in date stabilite, dei pagamenti la cui entità dipende da un sottostante che fa da riferimento. In questo caso, l'ETF stipula un accordo con una controparte (solitamente una banca d'investimento) che si impegna a fornire la performance dell'indice in cambio di una commissione. Per rendere più chiara questa dinamica, si immagini che venga stipulato un contratto swap con il quale, a scadenza annuale, l'ETF paghi alla Banca un tasso variabile su 50.000 euro e la Banca versa a l'ETF la performance dell'indice S&P 500 sullo stesso capitale. Se dopo 1 anno il tasso variabile fosse del 3% e l'indice azionario fosse

creciuto dell'1%, l'ETF pagherebbe alla banca la somma di $(3\%-1\%) \times 50.000 = 1.000$ euro. Invece, se nell'anno successivo l'S&P 500 aumentasse del 5% e il tasso variabile fosse del 2%, sarebbe la Banca a versare all'ETF $(5\%-2\%) \times 50.000 = 1.500$ euro.

Questo approccio può essere efficace per indici difficili da replicare fisicamente (ad esempio, indici che includono titoli non facilmente negoziabili o mercati emergenti) o per ridurre i costi di transazione. Tuttavia, introduce il rischio di controparte, ovvero il rischio che la controparte non sia in grado di onorare l'impegno. Per attenuare questa problematica sono state introdotte delle normative che limitano l'investimento dei fondi in derivati.

Nel prossimo capitolo si entrerà nel dettaglio delle performance dei fondi comuni di investimento e degli ETF, analizzando quali considerazioni dovrebbero fare gli investitori non professionali.

CAPITOLO 2

TRADE-OFF TRA PERFORMANCE E COSTI

2.1 ANALISI DELLE PERFORMANCE

Nel corso della trattazione di questo capitolo si cercherà di fornire informazioni e dati utili per una maggior consapevolezza finanziaria, attraverso l'analisi di dati desunti da SPIVA report e da Morningstar, società che si occupano dell'analisi tecnica dei vari strumenti finanziari. Inoltre, si analizzerà l'impatto dei costi sul rendimento totale dell'investimento, con particolare attenzione alla situazione italiana. Va comunque ricordato che, per la scelta di un investimento, non basta solamente considerare la performance o il rendimento di uno strumento, ma anche i rischi annessi e il grado di liquidità.

2.1.1 SPIVA Report

SPIVA (Standard and Poor's Indices versus Active), divisione aziendale della società finanziaria Standard and Poor's, si occupa di analizzare le performance dei fondi rispetto al loro benchmark, fornendo dei report con cadenza semestrale. Il primo report di SPIVA, pubblicato nel 2002, analizzava soltanto i fondi del mercato statunitense; in seguito, le analisi si sono estese anche al mercato australiano, canadese, giapponese, europeo, indiano, africano e dell'America latina.

L'obiettivo principale di SPIVA è fornire i dati relativi alle performance dei fondi attivi nella maniera più oggettiva possibile, evitando di commettere comuni errori di calcolo. Per fare ciò i loro report si basano sui seguenti principi⁷:

- Evitare il Bias del sopravvissuto: Nel caso dei fondi potrebbe accadere che, durante il periodo di studio, parte di essi vengano liquidati oppure avvengano delle fusioni. Per evitare che si verifichi il cosiddetto “Bias del sopravvissuto” (distorsione cognitiva che spinge il decisore a considerare solo gli elementi che hanno superato un processo di selezione, trascurando i restanti), il report SPIVA prende in considerazione tutti i fondi che in origine facevano parte del set di opportunità.
- Assegnazione dei Benchmark di riferimento: spesso accade che i fondi vengano confrontati rispetto ai benchmark più popolari come l'S&P 500, senza distinguere la dimensione e la classificazione degli stessi; SPIVA invece nell'effettuare le proprie analisi riassegna ai fondi dei benchmark più specifici, coerenti con il loro obiettivo.
- Calcolo del rendimento ponderato: in genere accade che i rendimenti dei vari fondi vengano calcolati utilizzando la media aritmetica; ciò fa sì che il

⁷ SPIVA Scorecards: An Overview, www.spglobal.com,
URL: <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/education/education-spiva-scorecards-an-overview.pdf>

rendimento di un fondo da 10 miliardi di dollari incida sulla media come il rendimento di un fondo da 10 milioni di dollari. Oltre a questo tipo di media SPIVA fornisce anche i rendimenti medi ponderati, in base al patrimonio netto di ciascun fondo.

- Stile di gestione: durante l'arco temporale del fondo si può verificare la tendenza dello stesso a differire dalla propria tipologia di categorizzazione iniziale, che potrebbe produrre un impatto sull'asset allocation del fondo. Ciò porterebbe ad una dissonanza rispetto al benchmark di riferimento che deve, perciò, essere reso coerente al mutamento del fondo.
- Periodicità delle analisi: i report di SPIVA escono con cadenza semestrale secondo un calendario prestabilito, il che garantisce il principio d'imparzialità. Infatti, la loro pubblicazione è indipendente dai risultati, siano essi favorevoli o meno per i gestori attivi. Inoltre, i dati con cui vengono svolte le analisi sono di carattere pubblico, il che significa che chiunque, utilizzando la stessa metodologia, può replicarne i risultati.

Il risultato ottenuto da SPIVA dal 2002 ad oggi è notevolmente significativo perché, indipendentemente dalla regione analizzata, pone in evidenza la tendenza generale dei fondi a sottoperformare, rispetto al benchmark di riferimento, all'aumentare dell'orizzonte temporale. La Figura 1 riporta: nella colonna di sinistra la categoria dei fondi ed il relativo benchmark e, in quella di destra, la percentuale di quelli che non ha superato il benchmark di riferimento durante un arco temporale che va da

uno a quindici anni. Nella stessa vengono analizzate tre macrocategorie di fondi: Large-Cap, Mid-Cap e Small-Cap. Il suffisso “Cap” fa riferimento alla capitalizzazione delle aziende, quindi, con Large-Cap si intendono aziende con una capitalizzazione superiore ai 10 miliardi, con Mid-Cap aziende con capitalizzazione compresa tra i 10 e i 2 miliardi, ed infine con Small-Cap aziende che hanno dai 300 milioni ai 2 miliardi di capitalizzazione.

Figura 1: Performance fondi attivi negli USA

U.S. Equity		% OF FUNDS THAT UNDERPERFORMED BENCHMARK				
		1 YR (%)	3 YRS (%)	5 YRS (%)	10 YRS (%)	15 YRS (%)
FUND CATEGORY	COMPARISON INDEX					
All Large-Cap	S&P 500®	59.68	79.78	78.68	87.42	87.98
All Mid-Cap	S&P MidCap 400®	49.66	69.97	65.92	80.38	88.20
All Small-Cap	S&P SmallCap 600®	48.31	64.24	61.10	88.29	86.91

Fonte: SPIVA, 31 dicembre 2023⁸

Dall’analisi dei dati emerge che, sul breve periodo, quasi la metà dei fondi riesce a battere il mercato mentre, nel lungo periodo, poco più del 10% degli stessi ottiene risultati positivi. Emerge altresì che fondi attivi che investono nelle Large-Cap sottoperformano rispetto a quelli Mid-Cap e Small-Cap in un orizzonte temporale

⁸ Consultabile sul sito: <https://www.spglobal.com/spdji/en/research-insights/spiva/>

di cinque anni, in quanto più un mercato è efficiente più è difficile batterlo, perché i prezzi in quel mercato riflettono tutte le informazioni presenti e future. Quindi, in linea generale, più il mercato è inefficiente, quindi con scarse informazioni, e più i prezzi di mercato non sono coerenti con il reale valore di ogni singola azione. Grazie a questa asimmetria informativa i gestori, se sono bravi a saperla sfruttare, riescono ad ottenere risultati positivi. Va sottolineato, infatti, che il ruolo degli analisti è di fondamentale importanza per il funzionamento del mercato, perché con l'attività di "Price Discovery" trovano il prezzo corretto per ogni singola società; altrimenti, tutte le società avrebbero lo stesso prezzo di mercato.

2.2 ANALISI DEI COSTI

Il costo dei prodotti finanziari è un elemento spesso trascurato da parte dell'investitore e non sempre esplicito quando ci si accinge al loro acquisto. Per evitare questa carenza d'informazioni il Parlamento Europeo ha emanato la direttiva MiFID II, entrata in vigore il 3 gennaio 2018, che obbliga gli intermediari ad esporre i costi nei prospetti informativi. Come già anticipato nel primo capitolo, i costi principali sono: costi d'ingresso/uscita, di gestione e di performance; potremmo anche avere dei costi legati alla consulenza finanziaria ma, per questo aspetto, si rimanda al paragrafo 3.2.2 del capitolo 3.

Per risalire ai costi è indispensabile analizzare due tipologie di documenti:

- **KIID** (*Key Investor Information Document*): è un documento, di poche pagine, in cui vengono riassunte le caratteristiche chiave del fondo quali: finalità e politica d'investimento, profilo di rischio, costi e performance storiche. Il suo scopo è quello di favorire la comprensione da parte degli investitori non professionali, attraverso informazioni chiare e semplici.
- **Prospetto Informativo**: tratta le informazioni presenti nel KIID in maniera più tecnica e specifica. Al suo interno possiamo trovare anche i dati relativi ad altri fondi emessi dalla stessa SGR per poterne fare un confronto.

Figura 2: KIID fondo Alleanza Obbligazionario A (ISIN IT0001051934)

Spese

Le spese e le commissioni servono a coprire i costi di gestione del Fondo, inclusi quelli di commercializzazione e distribuzione dello stesso. Tali spese riducono la potenziale crescita del vostro investimento.

Commissioni una tantum prelevate prima o dopo l'investimento	
Commissioni di sottoscrizione	1,50 %
Commissioni di rimborso	3,50 %

Questa è la percentuale massima che può essere prelevata dal Suo capitale prima che sia investito o al momento della corresponsione del rimborso.

Spese prelevate dal Fondo in un anno	
Spese correnti	1,22 %

Commissioni prelevate dal Fondo a determinate condizioni specifiche

Commissioni legate al rendimento (performance):

Non sono state applicate per l'ultimo esercizio del Fondo. La commissione di performance, in misura pari al 25% dell'*overperformance*, viene applicata se al termine dell'esercizio finanziario (1 settembre - 31 agosto), (a) la variazione del valore netto della quota del Fondo, è positiva; (b) la variazione percentuale del valore netto della quota del Fondo (tenendo conto degli eventuali proventi distribuiti) è superiore alla variazione del parametro di riferimento ("*overperformance*"); (c) se eventuali *underperformance*, registrate nei 5 esercizi successivi al 30 dicembre 2021, siano state recuperate. Nel periodo di riferimento la somma delle commissioni di gestione e di incentivo non può superare la percentuale del 2,40% del valore complessivo netto (fee cap).

La percentuale evidenziata è quella massima che può essere prelevata dal vostro investimento ed è alternativa in ragione del regime commissionale scelto dal cliente [commissione di ingresso (opzione A) o commissione di uscita (opzione B)]. In alcuni casi è possibile che l'investitore esborsi un importo inferiore. Il vostro Consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede potrà informarvi sulle commissioni effettivamente applicate.

Le **spese correnti** si basano sulle spese dell'anno precedente e tale cifra può variare da un anno all'altro.

L'importo in ogni caso non comprende le spese relative alla commissione di performance ed ai costi di negoziazione, ad eccezione delle spese di sottoscrizione e rimborso sostenute dal Fondo per l'acquisto o la vendita di quote di un altro Fondo.

In caso di **passaggio tra fondi** la SGR ha diritto di trattenere sull'ammontare delle somme trasferite commissioni di switch pari al 1% o pari a 35 euro (a seconda dell'opzione scelta in fase di sottoscrizione del fondo).

E' prevista l'applicazione di **diritti fissi** il cui ammontare è indicato nel Prospetto.

L'investitore può informarsi circa l'importo effettivo dei diritti fissi presso il proprio consulente finanziario o distributore.

Per maggiori informazioni sulle spese si rinvia al Prospetto (Parte I, sezione C) disponibile sul sito www.generali-investments.com.

Fonte: Morningstar, 1° ottobre 2022⁹

⁹<https://www.morningstar.it/it/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR04WM9&tab=14&DocumentId=17bc9deefdf27659e10f1750acdef18d&Format=PDF>

Nella Figura 2 viene mostrata la sezione relativa alle spese del KIID (*Key Investor Information Document*) di un fondo gestito da Banca Generali. La sua semplicità, tuttavia, comporta una carenza significativa di informazioni, infatti, come si può notare nella prima parte relativa alle commissioni, troviamo solamente le percentuali massime di commissione (1,5% per il caso di sottoscrizione e 3,5% nel caso di rimborso). Pertanto, per verificarne l'effettivo ammontare, bisogna necessariamente consultare il prospetto informativo (Figura 3).

Dalla visione del prospetto informativo si può notare il suo carattere esaustivo; infatti, in esso vengono chiarite le soglie della commissione d'ingresso, variabili al variare degli importi sottoscritti, e le commissioni d'uscita che variano, invece, al variare del periodo di permanenza. Per effettuare una scelta oculata è quindi opportuna una analisi combinata di entrambi gli strumenti informativi, in quanto da una analisi del solo KIID la comune propensione sarebbe quella di optare per il pagamento della commissione in entrata, mentre dall'analisi del prospetto se l'intenzione è mantenere il fondo per più di 36 mesi sarebbe invece conveniente optare per la commissione d'uscita.

Bisogna comunque sottolineare che l'ultimo ragionamento fatto vale relativamente all'esempio specifico riportato in quanto, in base al fondo preso in considerazione, possono variare sia i costi che le soglie di durata e di denaro; ciò nonostante una corretta analisi, sia del KIID che del prospetto, è sempre opportuna.

Figura 3: Prospetto informativo fondo Alleanza Obbligazionario A (ISIN IT0001051934)

C) INFORMAZIONI ECONOMICHE (COSTI, AGEVOLAZIONI, REGIME FISCALE)

1. Oneri a carico del sottoscrittore e Oneri a carico del Fondo

1.1 Al sottoscrittore è data facoltà di sottoscrivere le quote di Classe A del Fondo con opzione A o B, in base alle quali sceglierà di pagare alternativamente commissioni di ingresso o commissioni di uscita.

a) Commissioni di ingresso (opzione A)

Le commissioni di ingresso sono commisurate in percentuale variabile in funzione dell'investimento complessivo potenziale dichiarato dal cliente all'atto dell'investimento e della tipologia del Fondo.

In occasione delle operazioni successive, il Soggetto incaricato del collocamento potrà variare lo scaglione di investimento complessivo potenziale di concerto con il cliente.

La tabella seguente evidenzia le commissioni nette di entrata che verranno applicate alle sottoscrizioni ed ai versamenti successivi, in funzione dello scaglione di investimento potenziale:

Fondo	Investimento:	Aliquota %
Fondo Alleanza Obbligazionario - Classe A	Scaglione 1 fino a 50.000 Euro	1,50%
	Scaglione 2 superiore a 50.000 Euro e fino a 250.000 Euro	1,125%
	Scaglione 3 superiore a 250.000 Euro e fino a 500.000 Euro	0,75%
	Scaglione 4 superiore a 500.000 Euro e fino a 1.000.000 Euro	0,375%
	Scaglione 5 oltre a 1.000.000 Euro	0,00%

b) Commissioni di uscita (opzione B)

Le commissioni di uscita sono commisurate in percentuale variabile a seconda del periodo di permanenza nel Fondo, come illustrato dalla tabella sottostante.

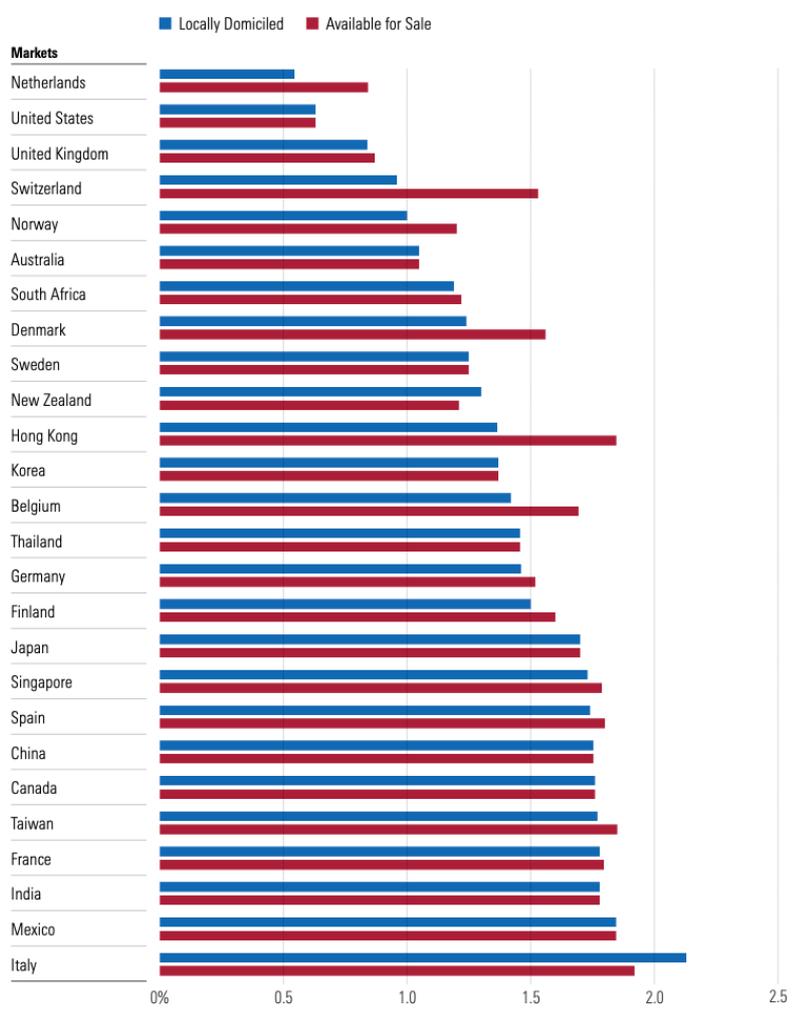
Fondo	Disinvestimento effettuato:	Aliquota %
Fondo Alleanza Obbligazionario - Classe A	Entro 12 mesi	3,50%
	Superiore a 12 mesi e fino a 24 mesi	2,50%
	Superiore a 24 mesi e fino a 36 mesi	1,50%
	Oltre 36 mesi	0,00%

Dall'importo rimborsato verrà trattenuta l'imposta maturata sui proventi conseguiti, intesi come tali la differenza positiva fra controvalore del rimborso e prezzo medio di acquisto delle quote.

2.2.1 Incidenza dei costi sul rendimento

Secondo un'indagine di Morningstar condotta nel 2022, in cui sono stati presi in considerazione 26 paesi, l'Italia è risultata il paese con le commissioni più elevate.

Figura 4: Costi correnti medi nei fondi azionari¹⁰



¹⁰ Morningstar, 30 Marzo 2022, “Global Investor Experience Study: Fees and Expenses”, <https://www.morningstar.com/lp/global-fund-investor-experience>

Le commissioni medie sono state rispettivamente: 1,58% per i fondi misti; 1.17% per quelli obbligazionari e 2,13% per quelli azionari.

Questi costi sono dovuti principalmente alla dimensione del mercato italiano che non permette lo sviluppo della concorrenza e quindi vi è l'impossibilità di creazione di economie di scala, come invece accade negli Stati Uniti. Un altro fattore penalizzante è, inoltre, l'elevata ricorrenza dei costi d'ingresso e d'uscita che, nel caso non siano presenti, vengono compensati da un aumento dei costi correnti.

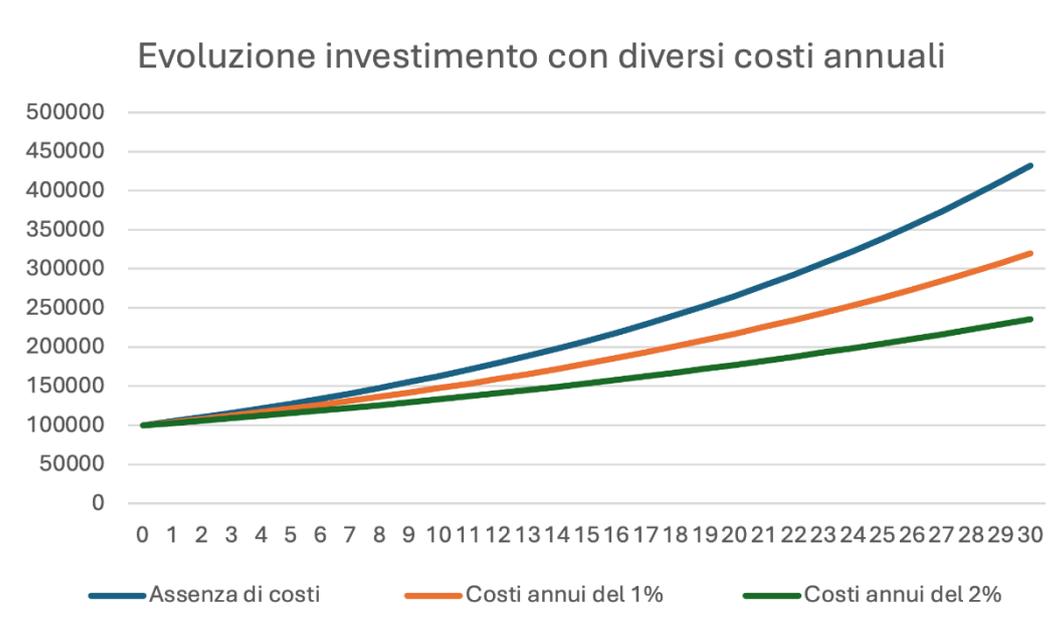
Ma quanto incidono realmente questi costi? Non esiste una risposta univoca, vista la differenza che intercorre tra i fondi. Tuttavia, nella Figura 5 viene rappresentato, in maniera semplificata, l'impatto che può avere un costo di gestione del 2% o dell'1%, a fronte di un investimento iniziale di centomila euro, ipotizzando un rendimento annuo del 5%. Per il calcolo dei costi correnti si è ipotizzato che essi vengano pagati al termine di ogni anno sul valore attuale del fondo.

La formula utilizzata è la seguente:

$$\text{Capitale iniziale} * (1 + \text{rendimento}) * (1 - \text{costi correnti})$$

Ad esempio, nel caso dei costi correnti del 2%, dopo un anno si avrà un montante pari a 102.900€, poiché il rendimento del 5% porterà il capitale a 105.000€ ma i costi correnti sostenuti saranno pari a 3.100€ (105.000€*(1-0,02)).

Figura 5: Evoluzione investimento con diversi costi annuali



Fonte: Nostre rielaborazioni

Nel grafico viene mostrato il montante di un investimento iniziale di centomila euro nell'arco di trent'anni. Nel caso non ci fossero costi annessi all'investimento (curva blu), al trentesimo anno il montante risulterebbe pari 432.194,24€, nel caso di costi annuali dell'1% sarebbe 319.694,24€ (curva arancione) e nell'ultimo caso con costi pari al 2% annuo, risulterebbe 235.755,18€ (curva verde). Esaminando la curva verde, si osserva come il ricavo sia pari 135.755,18€ (235.755,18€ - 100.000€), ovvero il montante al netto del capitale investito. In assenza di costi, curva blu, il guadagno risulterebbe pari a 332.194,24€. La differenza tra questi due montati è pari a 196.439,06€, il che significa che nell'arco di 30 anni il 2% annuo di

commissioni erode il 59,13% del guadagno finale. Se invece si considerasse il costo annuo dell'1% (curva arancione) la riduzione risulterebbe pari al 33,86%.

Il capitolo successivo sarà dedicato alla “finanza comportamentale”, ovvero all'analisi degli errori che spesso gli individui compiono nelle proprie valutazioni finanziarie ed alle strategie per evitarli.

CAPITOLO 3

FINANZA COMPORTAMENTALE E STRUMENTI DI DE-BIASING

3.1 FINANZA COMPORTAMENTALE

Lo sviluppo della finanza comportamentale si ebbe verso la fine degli anni '70 con la pubblicazione dell'articolo "*Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*", in cui gli psicologi Daniel Kahneman e Amos Tversky, considerati i padri fondatori, analizzarono come i processi decisionali in ambito economico subiscano importanti modifiche nel momento in cui l'individuo si trova in una situazione di rischio. La loro intuizione fu di grande rilievo visto che, sino ad allora, gli economisti basavano le loro ipotesi sul modello dell'*homo oeconomicus*, inteso come individuo perfettamente razionale che persegue i propri interessi con efficienza, senza lasciarsi influenzare da emozioni o da altri fattori non strettamente legati al guadagno personale. Dai loro studi emerse come negli individui sia presente un'asimmetria di valutazione tra perdite e guadagni e quanto gli stessi siano maggiormente sensibili alle prime piuttosto che alle seconde (*loss aversion bias*). A titolo di esempio significa che la prospettiva di perdere 100 € pesa di più nella nostra mente rispetto all'opportunità di guadagnare 100 €.

La finanza comportamentale si basa quindi sull'ipotesi che l'individuo non sia come l'*homo oeconomicus* ma, anzi, che le decisioni economico-finanziarie siano influenzate da istinti ed emozioni, che potenzialmente potrebbero tradursi in scelte

non ottimali. Lo scopo di questa disciplina è comprendere come agiscono gli individui che investono, quali sono i motivi alla base delle loro decisioni, quali i fattori che le condizionano e l'impatto sui mercati delle loro scelte.

Il fine ultimo è fornire gli strumenti essenziali per la formulazione di strategie economico-finanziarie più solide di fronte alla complessità delle emozioni umane, soprattutto in contesti di mercato complessi, durante i quali si manifesta una maggiore propensione agli errori (fenomeno del "panic selling"¹¹).

3.1.1 Bias comportamentali

Con bias comportamentale si intende la tendenza a prendere decisioni irrazionali o non ottimali, basate su pregiudizi psicologici o su scorciatoie cognitive (euristiche), piuttosto che su ragionamenti obiettivi. I bias comportamentali sono il frutto di esperienze passate, emozioni, aspettative sociali e limiti cognitivi.

Oltre al sopra citato "loss aversion bias" e al "bias del sopravvissuto", di cui al paragrafo 2.1.1., di seguito se ne elencano i più comuni nella fase di investimento:

- **Overconfidence:** si ricade in questo bias quando si ha un'eccessiva fiducia di sé stessi (overconfidence), atteggiamento che porta a sovrastimare le proprie capacità rispetto alla realtà, con il rischio di prendere decisioni sbagliate o di perpetuare comportamenti rischiosi. Potrebbe anche essere

¹¹Descrive una situazione di vendita massiccia e improvvisa di asset finanziari, scatenata da paura, incertezza od eventi negativi. Questo comportamento collettivo può portare a un crollo rapido dei prezzi, poiché gli investitori cercano di liquidare le loro posizioni per evitare ulteriori perdite, alimentando a loro volta una spirale discendente dei prezzi.

collegato al cosiddetto “effetto Dunning-Kruger”, fenomeno psicologico che fa sì che individui, con scarsa competenza o conoscenza in un determinato campo, tendono comunque a sopravvalutare le proprie abilità o capacità nel settore. In ambito finanziario il rischio è che l’individuo creda erroneamente di poter prevedere il mercato in modo accurato, di avere una capacità superiore di gestione del rischio, di poter ottenere profitti costanti attraverso una maggiore attività di trading.

- **L'euristica della rappresentatività:** descrive la tendenza a giudicare la probabilità di un evento basandosi su quanto esso sembri rappresentativo o tipico rispetto ad altri simili. Questo processo cognitivo porta spesso a trascurare informazioni rilevanti, come la probabilità statistica, a favore di somiglianze superficiali. Si ricade in questo bias quando ad esempio si giudica attraverso stereotipi, oppure quando si percepisce una correlazione tra due eventi anche se questa non esiste.
- **Bias dell’ancoraggio:** è la tendenza a fare stime o valutazioni basate su un numero o un'informazione iniziale, anche se potrebbero essere irrilevanti o poco informativi. Stabilito questo "ancoraggio", si tende a fare valutazioni, rispetto a quel punto di riferimento iniziale, anche quando nuove informazioni suggerirebbero alternative. Nell'ambito finanziario, il bias dell'ancoraggio può ad esempio influenzare le decisioni relative alla valutazione del prezzo di un asset finanziario, basandosi su prezzi storici o

su prezzi attuali, senza considerare adeguatamente altri fattori rilevanti, come gli andamenti aziendali o le tendenze di mercato.

- **Bias della conferma:** rappresenta l'attitudine a cercare, interpretare, favorire e ricordare le informazioni in modo tale da confermare le proprie opinioni o ipotesi preesistenti, mentre si dà meno attenzione o si ignorano completamente le prove che le contraddicono. Questo bias può influenzare non solo il modo in cui raccogliamo informazioni, ma anche la loro interpretazione, portando a una distorsione nella percezione e nella valutazione delle prove.
- **Fallacia della mano calda ("hot hand fallacy"):** questo bias è associato all'errata convinzione che una persona che ha avuto una serie di successi consecutivi abbia maggiori probabilità di continuare la serie vincente. È comune in contesti come lo sport e il gioco d'azzardo, dove si può facilmente assumere che successi consecutivi indichino una sorta di "momento positivo" che influenzerà positivamente i tentativi futuri. La sua origine è legata al basket, dove potrebbe sembrare intuitivo pensare che se un giocatore realizza diversi canestri di fila sia "caldo" e, quindi, sia più probabile che faccia canestro anche al prossimo tiro. Tuttavia, ogni tiro è statisticamente indipendente dagli altri (ovvero, le probabilità di fare canestro non cambiano in base ai risultati precedenti), quindi, la serie di

successi precedenti non ha un impatto reale sulle possibilità di successo del tiro successivo.

- **Fallacia dello scommettitore:** in maniera opposta alla fallacia della mano calda, la fallacia dello scommettitore si verifica quando una persona crede che se un certo evento è accaduto più volte di recente, allora è meno probabile che accada di nuovo in futuro, o viceversa. Per esempio, supponiamo che una moneta sia stata lanciata ottenendo "testa" per dieci volte consecutive. La fallacia dello scommettitore porterebbe a credere che, poiché "testa" è uscita dieci volte di seguito, è più probabile che la prossima volta esca "croce". Tuttavia, in realtà, la probabilità di ottenere "testa" o "croce" in un lancio di moneta è sempre del 50%, indipendentemente dagli eventi precedenti. Nell'ambito finanziario, la fallacia dello scommettitore può influenzare le decisioni di investimento quando gli investitori credono che i mercati debbano "correggere" in una direzione particolare perché hanno registrato una serie di performance positive o negative.
- **Bias dello status quo:** noto anche come avversione al cambiamento, è un fenomeno comportamentale in cui le persone tendono a preferire la permanenza della situazione attuale rispetto all'adozione di nuove alternative, anche se queste potrebbero portare a risultati migliori. Nell'ambito finanziario, può portare gli investitori a restare ancorati ai loro investimenti attuali, anche se non sono più appropriati per la loro situazione

finanziaria, trascurando l'opportunità di diversificare il loro portafoglio per ridurre il rischio complessivo o per conseguire opportunità migliori.

- **Home bias:** si verifica quando si tende a sovra-ponderare gli investimenti nelle proprie aree geografiche o nei mercati domestici rispetto agli investimenti internazionali. Può essere legato alla mancanza di familiarità o conoscenza di questi investimenti, oppure alla percezione del rischio che si ha nei confronti di quelli esteri. Questo bias produce una mancanza di diversificazione del portafoglio.
- **Effetto framing:** descrive come le persone reagiscono in modo diverso a un'opzione o ad una situazione, a seconda di come queste vengono presentate. In altre parole, la "cornice" o il contesto entro cui un'informazione o una scelta è presentata può influenzare significativamente il giudizio o la decisione. Un possibile effetto framing lo si ha quando si analizza l'andamento di uno strumento finanziario nel tempo, in base al periodo di riferimento preso in considerazione i risultati ottenuti possono cambiare e, di conseguenza, le decisioni da prendere, come nell'esempio riportato nella figura 1 nel paragrafo 2.1.1.

Nell'elenco di cui sopra sono presenti soltanto i bias principali, si consideri, tuttavia, che quelli conosciuti superano il centinaio.

Kahneman, vincitore del premio Nobel per l'Economia nel 2002, per il lavoro svolto con Amos Tversky sui meccanismi mentali con cui gli individui prendono le

decisioni, ha esplorato la distinzione tra due modi di pensiero che ha descritto nel suo libro "Pensieri lenti e veloci" ("Thinking, Fast and Slow", 2011). Kahneman ha delineato due tipi di sistemi: Sistema 1 (Pensiero veloce), che prende decisioni rapide ed automatiche, basate su esperienze passate ed è responsabile della maggior parte delle decisioni quotidiane. Quanto fa 2 x 2?

Sistema 2 (Pensiero lento), più deliberativo e logico, richiede più sforzo e viene utilizzato per compiti che necessitano di attenzione, come risolvere problemi matematici complicati o valutare scelte complesse. Quanto fa 17 x 24?

Attraverso il suo lavoro, Kahneman ha mostrato come queste due modalità di pensiero influenzino il giudizio e la presa di decisioni, evidenziando in particolare come il Sistema 1 possa portare a errori sistematici nel giudizio umano.

3.2 STRUMENTI DI DE-BIASING

Gli strumenti di de-biasing sono progettati per contrastare gli effetti dei bias cognitivi, promuovendo un processo decisionale più razionale e basato su dati oggettivi. In questo paragrafo si esamineranno vari approcci e strumenti che possono essere utilizzati per mitigare l'influenza dei bias nelle decisioni finanziarie.

Va ricordato, tuttavia, che sia gli ETF che i fondi stessi rappresentano strumenti atti al de-biasing. Infatti, attraverso il principio di diversificazione (già analizzato nel capitolo 1) si evita di ricadere nel rischio specifico dei singoli investimenti, minimizzando, ad esempio, i bias legati alla selezione di singole azioni od

obbligazioni (home bias, euristica della rappresentatività). Inoltre, il fatto che essi siano composti da una molteplicità di strumenti sottostanti fa sì che la loro volatilità sia minore rispetto all'eventuale acquisto di singole azioni. Ciò comporta una riduzione della tendenza di acquisto e vendita, visto che l'attività di trading non è conveniente su prodotti poco volatili (rimozione del bias dell'overconfidence) e, allo stesso tempo, potrebbe mitigare anche il fenomeno del "panic selling".

Un primo strumento cruciale nel de-biasing è l'educazione finanziaria, mezzo con il quale ci si accinge alla comprensione dei principi finanziari di base, come il funzionamento degli interessi composti, i principi della diversificazione degli investimenti e la comprensione del rischio e del rendimento. Non va, tuttavia, sottovalutata la possibilità di poter ricadere in uno dei Bias citati nel paragrafo precedente. Fondamentale è assumerne consapevolezza ed attivarsi per comprendere la causa che ha portato all'errore. Un altro strumento può essere la consulenza finanziaria. Attraverso l'interazione con un consulente finanziario si può beneficiare di una valutazione esterna e oggettiva delle proprie strategie, ottenendo al contempo una guida personalizzata per navigare nel complesso panorama degli investimenti e della pianificazione finanziaria. Nel corso del prossimo paragrafo si analizzeranno le varie tipologie di consulenza compresi i robo-advisor. Infine, come ultimo strumento di de-biasing, va considerata la pianificazione e la standardizzazione dei processi. Con la pianificazione finanziaria si crea il proprio portafoglio d'investimenti al fine di raggiungere gli obiettivi prefissati. Ciò fa sì

che le decisioni siano allineate con gli obiettivi, piuttosto che essere influenzate da reazioni emotive momentanee o da pregiudizi cognitivi. Inoltre, attraverso la standardizzazione dei processi, si elide ulteriormente l'aspetto emotivo, in questo caso le decisioni future assumono un carattere sistematico e replicabile. Quindi, con pianificazione strategica si intende l'approccio iniziale all'investimento che delinea la strategia da attuare e perseguire. Ad esempio, durante la creazione del portafoglio d'investimento si decide di investire al 60% in obbligazioni e al 40% in azioni, si scelgono i vari titoli e si acquistano. Con standardizzazione del processo si intende la modalità di replica dei principi già delineati in fase di pianificazione. Questa modalità avviene soprattutto nei PAC (piano di accumulo), questa strategia consiste nell'investire in date prestabilite, in genere mensilmente, una certa quantità di denaro in strumenti già delineati. Ad esempio, in riferimento all'esempio fatto precedentemente, la strategia PAC consisterebbe nel continuare ad investire sempre negli stessi strumenti mantenendo la quota della parte azionaria al 60% e quella azionaria al 40%.

3.2.1 L'importanza dell'educazione finanziaria

L'OCSE definisce l'educazione finanziaria come:

“processo attraverso il quale gli investitori migliorano la propria capacità di comprensione dei concetti e dei prodotti finanziari attraverso l'informazione, l'istruzione e/o i consigli, con l'obiettivo di sviluppare le

competenze e le abilità per diventare più consapevoli dei rischi e delle opportunità finanziarie, per effettuare delle scelte più consapevoli, per sapere dove andare per chiedere aiuto e per adottare altre azioni efficaci al fine di migliorare il proprio benessere finanziario.”¹²

Quindi, l'educazione finanziaria non è finalizzata soltanto alla sfera dell'investimento ma comprende un'ampia gamma di argomenti: il risparmio, la gestione del debito, la pianificazione del budget e della pensione, la valutazione dei prodotti, la consapevolezza dei diritti e delle responsabilità finanziarie. Per giungere alla comprensione di questi argomenti serve partire dalla conoscenza di concetti matematici basilari come l'interesse semplice e composto, i calcoli percentuali e la conversione dei tassi di cambio, per poi approdare a temi finanziari più complessi come, ad esempio, la comprensione del prospetto informativo.

Secondo un'indagine condotta dalla CONSOB¹³ su un campione di 1.436 individui, di cui l'80% uomini, rappresentativo della popolazione degli investitori italiani, risulta che le conoscenze finanziarie di base non sono ancora sufficientemente diffuse tra gli investitori. Come emerge da un test somministrato ai partecipanti all'Indagine con riferimento a cinque nozioni fondamentali (1. relazione rischio-rendimento, 2. tasso di interesse composto, 3. inflazione, 4. mutuo, 5.

¹² www.oecd.org, Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness, Luglio 2005, <https://www.oecd.org/finance/financial-education/35108560.pdf>

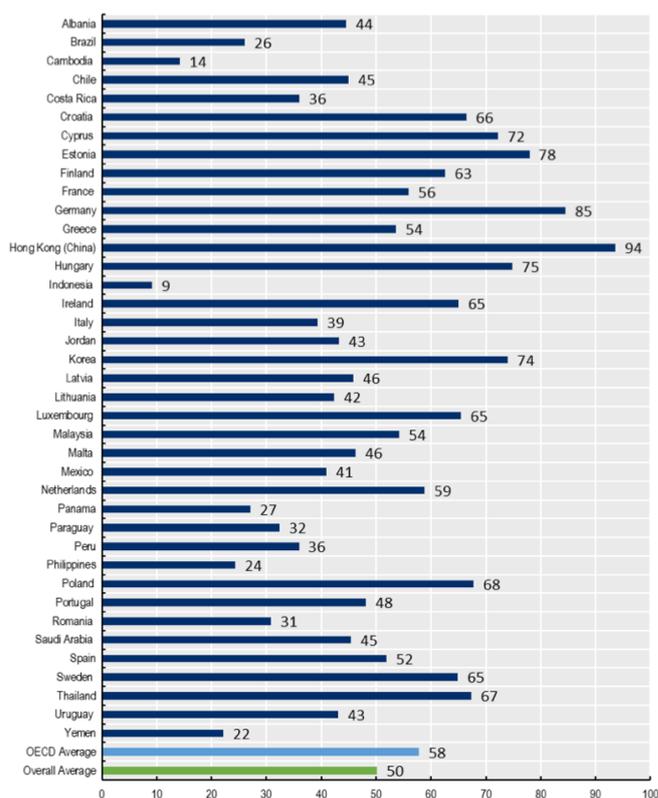
¹³ Report on financial investments of Italian households, 2022

diversificazione del rischio), solo un terzo degli intervistati sembra conoscere tutte le nozioni considerate, a fronte di una quota di risposte corrette pari in media al 63% (escludendo le risposte potenzialmente casuali la percentuale si ridurrebbe al 56%). Dal questionario è emerso anche il divario tra conoscenze reali e conoscenze percepite, soltanto il 28% è riuscito ad autovalutarsi correttamente, mentre il 19% si è dichiarato incapace di rispondere, il 20% si è sopravvaluto ed il 33% si è sottovalutato. Da un sondaggio condotto dall'OECD¹⁴, l'Italia risulta essere il peggiore tra i paesi europei analizzati. La percentuale dei candidati che è riuscita a superare la soglia minima di conoscenza finanziaria risulta essere pari al 39%, mentre la media mondiale risulta essere pari al 50% e quella dei paesi facenti parte dell'OECD 58% (Figura 6). Recentemente l'Italia, per colmare l'analfabetizzazione finanziaria, ha deciso, attraverso il cosiddetto DDL Capitali (art. 25) convertito nella Legge 5 marzo 2024, n. 21, di introdurre nei programmi scolastici, a partire dalla scuola primaria, la materia di educazione finanziaria all'interno del programma di educazione civica. Il programma inizierà nell'anno scolastico 2024/2025 con l'auspicio che possa colmare il divario rispetto agli altri paesi europei.

¹⁴ OECD/INFE 2023 international survey of adult financial literacy, 2023

Figura 6: Conoscenza finanziaria minima

Percentage of adults who obtained the minimum financial knowledge score (correctly answering at least five out of seven financial knowledge questions)



Fonte: OECD, 2023¹⁵

3.2.2 il ruolo della consulenza finanziaria

Il ruolo del consulente finanziario consiste nel guidare i propri clienti, affiancandoli nelle decisioni, all'ottimale gestione delle finanze personali per il raggiungimento dei propri obiettivi economici. Tale attività si articola nell'analisi della situazione

¹⁵<https://www.oecdilibrary.org/docserver/56003a32en.pdf?expires=1712075552&id=id&accname=guest&checksum=F096F6E3E44543B092B6EE792F1A8DE7>

finanziaria, nella definizione degli obiettivi finanziari, nella pianificazione ed implementazione di strategie di risparmio, attraverso un supporto basato su un'approfondita conoscenza ed esperienza. Per operare come consulente finanziario in Italia è necessario superare un esame di qualificazione che garantisce il raggiungimento di determinate conoscenze e competenze e, in seguito, iscriversi all'Albo Unico dei Consulenti Finanziari, gestito dalla CONSOB. Detti consulenti si dividono principalmente in due categorie: dipendenti (o promotori finanziari) ed autonomi. I primi lavorano direttamente presso un'istituzione bancaria sotto corrispettivo economico. Il vantaggio principale, se si è già un cliente dell'istituto, risiede nel poter gestire i propri servizi finanziari in un'unica sede, oltre alla possibilità di poter usufruire di prodotti finanziari disponibili solo attraverso banche specifiche. Di contro va considerata la limitatezza della gamma di prodotti in quanto i promotori spesso si limitano a quelli offerti dalla propria banca, che potrebbero non coprire tutte le opzioni migliori o più adatte presenti sul mercato. In aggiunta, c'è il rischio di un eventuale conflitto d'interesse, ovvero che il consulente possa favorire i prodotti della banca che gli offrono migliori commissioni, piuttosto che quelli che sono nel miglior interesse del cliente. Come ultimo svantaggio va considerata la possibilità di una mancanza di personalizzazione del portafoglio, soprattutto nel caso della clientela retail.

I consulenti indipendenti, invece, operano autonomamente o tramite società di consulenza finanziaria che non sono legate a specifiche istituzioni finanziarie. La

loro figura professionale è stata normata dalla direttiva europea Mifid, recepita in Italia a novembre 2007. Tale autonomia permette loro di aver accesso ad un vasto mercato di prodotti finanziari e di proporre una maggiore personalizzazione della strategia finanziaria, basata sulle esigenze del cliente. Ma, soprattutto, essendo indipendenti, c'è una minore probabilità di conflitti di interesse. La loro remunerazione avviene attraverso una parcella fissa (detta anche “fee-only”) piuttosto che su commissioni legate alla vendita di prodotti. D'altra parte, i costi delle fee possono essere superiori rispetto ai servizi offerti da una banca, specialmente per i clienti con esigenze meno complesse o con portafogli d'investimento piccoli.

È importante sottolineare una distinzione tra il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede ed i consulenti indipendenti. Mentre è palese che se ci rivolge alla banca per fare degli investimenti, ci verrà affiancato un consulente bancario, non è scontato che nel rivolgersi a consulenti al di fuori della banca ci si stia rivolgendo alla consulenza indipendente. Si potrebbe ricadere nei cosiddetti “consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede” i quali sono, a tutti gli effetti, dei promotori finanziari abilitati alla promozione e al collocamento di prodotti finanziari e servizi di investimento in un luogo diverso dalla sede e dalle dipendenze del soggetto abilitato per cui opera. Questa situazione potrebbe generare un conflitto d'interesse tra consulente e cliente in quanto il primo è remunerato dalle

retrocessioni, ovvero delle commissioni corrisposte dalla sede in base ai prodotti che offre.

Nell'ultimo decennio si sono sviluppati anche i robo-advisor, piattaforme di consulenza finanziaria automatizzate che raccolgono informazioni sui clienti, attraverso questionari online, determinando la loro tolleranza al rischio e gli obiettivi d'investimento. Acquisite le informazioni, le utilizzano per proporre e gestire un portafoglio di investimenti attraverso l'uso di algoritmi che seguono teorie di investimento consolidate, come la diversificazione del portafoglio e l'investimento passivo, riducendo l'impatto dei bias sul processo decisionale. Questa gestione del portafoglio è completamente automatizzata, inclusa la selezione degli investimenti ed il riassetto automatico (per mantenere l'allineamento con gli obiettivi di investimento e la tolleranza al rischio del cliente) così da ridurre la necessità dell'intervento umano. Come contro, per questo tipo di strumento, c'è la mancanza di un rapporto diretto con un consulente finanziario che possa offrire supporto e consulenza su misura.

CONCLUSIONI

L'obiettivo principale di questo elaborato era fornire al lettore – investitore retail un “tool kit” per valutare in maniera critica e consapevole le proprie scelte di investimento. Dopo aver introdotto e confrontato, nel primo capitolo, i fondi attivi e gli ETF, nel secondo è stato messo in evidenza che, per il target della clientela preso in considerazione (retail), sono da ritenere migliori gli ETF soprattutto per investimenti a lungo termine. Come più ampiamente descritto nel paragrafo 2.2.1, attraverso le analisi di SPIVA Report, è emerso che in un orizzonte temporale di 15 anni soltanto il 12% dei fondi attivi riesce a superare il proprio benchmark e, pertanto, è statisticamente evidente l'inefficienza della scelta degli stessi. In Italia, inoltre, i costi correnti per la gestione dei fondi risultano essere tra i più alti al mondo, dunque, sarà più semplice ed efficace selezionare prodotti efficienti dal punto di vista dei costi, piuttosto che ricercare prodotti che performino più del mercato, anche perché tale ricerca è altamente soggetta a Bias (non è detto che un fondo che ha performato positivamente fino ad un determinato momento continuerà ad overperformare - “hot hand fallacy”). In merito ai suddetti costi, si pensi infatti che, tendenzialmente, le spese correnti degli ETF si aggirano intorno allo 0,3% e, in alcuni casi, potrebbero essere pari a zero; mentre quelle dei fondi attivi sono mediamente del 2%, con possibilità di raggiungere anche il 5% (si rimanda alla figura 5 del paragrafo 2.2.1). Dall'analisi condotta nel terzo ed ultimo capitolo emerge quanto l'educazione finanziaria sia un presupposto imprescindibile per

l'attuazione di scelte consapevoli, dato che il mero affidamento di tali scelte a terzi, non costituisce un sufficiente elemento di garanzia di risultato. Infatti, nel caso si ricorra ai consulenti "promotori", va considerato il possibile rischio di conflitto d'interesse con conseguenze negative per l'investitore. Perciò, le personali specifiche conoscenze nel settore sono indispensabili per tutelarsi da decisioni indotte. In conclusione, ci si auspica che, nella sua sinteticità e semplicità, questo scritto possa risultare utile a chi intendesse utilizzarlo come strumento operativo per compiere le proprie ponderate scelte finanziarie.

BIBLIOGRAFIA

Ferri A. Richard, *THE ETF BOOK. All you need to know about exchange-traded funds*, Wiley, 2009

Maciej Tkacza, Jozef Zuradab, Paweł Weichbrothc, *Exploring Stock Traders' Cognitive Biases: Research Design and Simulator Framework*, 2023

Kahneman Daniel, *Pensieri lenti e veloci*, Mondadori, 2012

Gualtieri Paolo, *Teoria dell'intermediazione finanziaria*, Egea, 2018

OECD, *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*, 2005

OECD/INFE, *international survey of adult financial literacy*, 2023

Morningstar, *Global Investor Experience Study: Fees and Expense*, 2022

Giorgio Carlino, *Fondi a gestione attiva e passiva: contrapposizione o collaborazione?* Il Sole 24 Ore, 2022

CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, 2022

Burton G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street: The Best Investment Guide That Money Can Buy*, 2023

Hirshleifer David. "Behavioral Finance." *Annual Review of Financial Economics*, vol. 7, 2015

SITOGRAFIA

www.ansa.it

www.bancaditalia.it

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.ilsole24ore.com

www.ishares.com

www.justetf.com

www.jstor.org

www.morningstar.com

www.oecd.org

www.spglobal.com

www.ssga.com

www.vanguard.com