



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Scienze Economiche e Finanziarie

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO ED ETF A
CONFRONTO: ANALISI EMPIRICA SULLE
PERFORMANCE.

MUTUAL FUNDS AND ETF COMPARED:
EMPIRICAL ANALYSIS ON PERFORMANCE.

Relatore: Chiar.mo

Prof.ssa Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:

Antonio Pio Russo

Anno Accademico 2021 – 2022

Sommario

| | |
|-------------------|---|
| Introduzione..... | 1 |
|-------------------|---|

CAPITOLO 1

IL RISPARMIO IN ITALIA

| | |
|---|----|
| 1.1 IL RISPARMIO..... | 4 |
| 1.2 LA PIANIFICAZIONE FINANZIARIA | 8 |
| 1.2.1 I bias dietro le scelte d'investimento | 10 |
| 1.2.2 Le decisioni previdenziali..... | 11 |
| 1.2.3 Educazione finanziaria ed inquadramento normativo | 12 |
| 1.3 IL RISPARMIO GESTITO | 16 |
| 1.3.1 L'evoluzione normativa del risparmio gestito..... | 19 |
| 1.3.2 La crescita del risparmio gestito negli ultimi anni | 21 |

CAPITOLO 2

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO ED ETF

| | |
|---|----|
| 2.1 FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO: CARATTERISTICHE | 26 |
| 2.1.1 Tipi di fondi di investimento | 28 |
| 2.1.2 I costi dei fondi di investimento | 31 |
| 2.2 GLI EXCHANGE TRADED FUNDS: CARATTERISTICHE..... | 35 |
| 2.2.1 La creazione degli ETF | 36 |
| 2.2.2 I Costi dell'ETF | 40 |
| 2.3 LE SUDDIVISIONI DI UN ETF: REPLICA E CLASSI DI INVETIMENTO .. | 42 |
| 2.3.1 Strategie di replica..... | 42 |
| 2.3.2 Categorie di ETF | 47 |

CAPITOLO 3

PERCHE' INVESTIRE IN ETF

| | |
|-----------------------------|----|
| 3.1 VANTAGGI DI UN ETF..... | 50 |
|-----------------------------|----|

| | |
|---|----|
| 3.2 PERCHE' È COSÌ DIFFICILE BATTERE IL MERCATO?..... | 52 |
| 3.2.1 Falsi miti sugli ETF | 58 |
| 3.2.2 Performance dei fondi europei | 63 |
| 3.3 COME SELEZIONARE UN ETF..... | 65 |

CAPITOLO 4

ANALISI QUANTITATIVA TRA FONDI DI INVESTIMENTO ED ETF

| | |
|---|-----|
| 4.1 CRITERI DI SCELTA DEL CAMPIONE..... | 71 |
| 4.2 Criteri di comparazione del campione..... | 75 |
| 4.2.1 Alpha di Jensen..... | 75 |
| 4.2.2 L'indice di Sharpe | 76 |
| 4.2.3 L'indice di Treynor..... | 77 |
| 4.2.4 L'indice di Sortino..... | 78 |
| 4.3 ANALISI DEI DATI..... | 80 |
| 4.3.1 Benchmark: S&P 500 | 80 |
| 4.3.2 Benchmark: MSCI EMU Index..... | 86 |
| 4.3.3 Benchmark: MSCI Emerging Markets | 91 |
| 4.3.4 Considerazioni finali | 97 |
| CONCLUSIONE..... | 101 |
| Bibliografia..... | 103 |
| Sitografia | 108 |

Introduzione

La continua evoluzione dei mercati finanziari ha consentito negli anni un cambiamento nell'allocazione dei propri risparmi, grazie ad un ampliamento della gamma di prodotti finanziari messi a disposizione per gli investitori.

All'interno di questi strumenti rientrano gli Exchange Traded Funds (ETF), fondi a gestione passiva con lo scopo di replicare il benchmark di riferimento e contenendo i costi di gestione.

Proprio quest'ultima condizione ha permesso a questi strumenti di diffondersi negli anni, acquisendo una piccola fetta di mercato, a discapito dei fondi comuni d'investimento, che ciononostante, restano ad oggi, gli asset a cui è destinato la maggior parte del risparmio gestito mondiale ed italiano.

In questo lavoro, si è cercato di capire se i costi elevati dei fondi comuni d'investimento a gestione attiva potessero spiegare la loro così ampia quota di mercato, ma soprattutto comprendere se gli ETF possano definirsi dei validi sostituti.

Il primo passo è stato quello di capire come fosse distribuita l'allocazione del risparmio gestito in Italia.

Successivamente è stato presentato un confronto tra i fondi comuni d'investimento e gli Exchange Traded Fund per capirne le similitudini e le differenze dal punto di

vista strutturale, soffermandoci sulla definizione delle caratteristiche e dei costi attribuibili ad entrambi.

Dopodiché è stato fatto uno studio sulla letteratura pregressa in merito a questo argomento, mostrando qualitativamente perché è così difficile battere il mercato e perché quindi l'unica alternativa è quella di investire in ETF.

Infine, l'ultimo capitolo, verte sulla dimostrazione empirica dell'extra performance degli ETF nei confronti dei fondi comuni a gestione attiva, tramite la comparazione dei dati delle performance di un campione di settantotto fondi e tre ETF.

I risultati scaturiti dal paragone sono stati depurati per il rischio tramite l'uso di alcuni indici come quello di Sharpe, Sortino, Treynor e Jensen in modo da ottenere dei valori confrontabili per capire la validità e la capacità del gestore del fondo attivo di riuscire a battere il mercato e quindi giustificare i costi elevati attribuiti al fondo.

CAPITOLO 1

II RISPARMIO IN ITALIA

1.1 II RISPARMIO

Il risparmio negli anni è stato oggetto di varie discussioni da parte di numerosi studiosi. Economisti come Riccardo, Smith e Malthus affermano che in condizioni di equilibrio il risparmio coincide con ciò che è stato investito e di conseguenza funge da motore per la crescita economica.

Tale pensiero è stato inoltre condiviso dalla scuola neoclassica e migliorato. Difatti per gli economisti neoclassici dell'epoca è il tasso d'interesse ad avere il compito di uguagliare i risparmi con gli investimenti; quindi, il tasso d'interesse funge da costo opportunità affinché i risparmiatori non consumino tutto il proprio capitale.

Altra differenza tra scuola classica e neoclassica è data dal modello in cui vengono suddivise le classi sociali¹. Se per la scuola classica solo i capitalisti a contribuire alla crescita economica, creando anche un antagonismo tra capitalisti e lavoratori,

¹ Nella scuola classica la teoria dell'accumulazione e della distribuzione andava a suddividere la società in classi sociali che erano composte da: capitalisti, coloro che risparmiavano per reinvestire quanto risparmiato, proprietari terrieri, che vivevano di rendita quindi senza risparmiare e infine i lavoratori, che non risparmiavano in quanto percepivano un salario di sussistenza. Questa suddivisione scomparve nella scuola neoclassica dove i singoli agenti venivano considerati come consumatori o imprese in base alle decisioni che prendevano.

per la scuola neoclassica la crescita economica viene attribuita alla cooperazione tra imprese e consumatori.

Pensiero del tutto diverso viene sviluppato negli anni Trenta da Keynes, il quale ritiene il risparmio un fattore dannoso per l'economia. Fu lui ad elaborare il concetto su cui oggi si basa il "paradosso della parsimonia", nel libro *The General Theory*, Keynes riportò la seguente riflessione: "*For although the amount of his own saving is unlikely to have any significant influence on his own income, the reactions of the amount of his consumption on the incomes of others makes it impossible for all individuals simultaneously to save any given sums. Every such attempt to save more by reducing consumption will so affect incomes that the attempt necessarily defeats itself. It is, of course, just as impossible for the community as a whole to save less than the amount of current investment, since the attempt to do so will necessarily raise incomes to a level at which the sums which individuals choose to save add up to a figure exactly equal to the amount of investment.*"²

Keynes ritiene che un aumento del reddito non si traduce necessariamente in un aumento dei consumi, bensì in un aumento del risparmio, diminuendo la propensione al consumo dei soggetti che si ripercuote sia sui consumi, i quali si riducono, sia sull'occupazione, abbassando il reddito netto a disposizione dei

² Keynes J, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, capitolo 7, 1939, p. 84

lavoratori (da qui il nome paradosso) e producendo quindi una situazione di stagnazione nei paesi che hanno una propensione media al risparmio più elevata, ovvero tutti i paesi con economie più avanzate.

Questa teoria fu in seguito soggetta a critiche, in quanto non viene data importanza ad un'ottica intertemporale che giustifichi un maggiore risparmio presente con un aumento del consumo in futuro.

L'ipotesi keynesiana viene screditata definitivamente in seguito agli studi empirici di S. Kuznets il quale dimostrò che nel periodo tra il 1869 e il 1938 negli Stati Uniti, nonostante il reddito nazionale fosse aumentato, la propensione media al consumo rimase pressoché inalterata. Questi risultati vennero spiegati grazie al progresso tecnologico che riuscì ad annullare gli effetti negativi dell'aumento del reddito pro capite, mantenendo stabile la domanda di beni di consumo.³

La teoria keynesiana viene soppiantata negli anni dalla teoria del ciclo vitale dell'italiano Franco Modigliani, il quale tramite la pubblicazione del saggio *Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data*⁴, cerca di definire il risparmio, come un mezzo per raggiungere un livello di consumo uniforme sotto l'ipotesi che un individuo razionale tenda ad ottimizzare, periodo per periodo, un piano ottimale di consumo per il restante orizzonte temporale e

³ Kuznets S., *National Produce Since 1869*, Nat. Bur. Econ. Research, 1946.

⁴ Modigliani F. e Brumberg, R., *Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data*, Kurihara K., Post Keynesian Economics, 1955.

tenendo conto del fatto che percepirà il reddito solo durante il proprio periodo lavorativo. Secondo questa teoria si evince quindi che i soggetti, quando pianificano i loro consumi fanno riferimento all'intero arco temporale della loro vita e quindi per poter attuare tali intenti devono tener conto non del reddito disponibile, ma delle aspettative di reddito future per programmare i consumi in un periodo così lungo.

Molto simile alla teoria del ciclo vitale è la teoria del reddito permanente di Friedman⁵, che divideva il reddito in: reddito transitorio e reddito permanente. Il primo è dato dalla ricchezza che un soggetto dispone in un determinato momento, il secondo invece è dato dalla media fra il reddito guadagnato nel passato e quello atteso in futuro.

In entrambe le teorie, dunque, quello che si evince, oltre alla presenza di un'ottica intertemporale assente nella teoria keynesiana è che il consumo e in maniera implicita il risparmio, sono in relazione con il reddito permanente e non con il reddito transitorio. Ciò significa che un soggetto con un determinato reddito, di fronte un aumento di quest'ultimo non tenderà a risparmiare o consumare di più se tale aumento non sarà ritenuto stabile nel tempo e quindi solo transitorio.

E su quest'ultime teorie che si costruisce il significato del risparmio.

⁵ Friedman M., *A Theory of the Consumption Function*, Princeton: Princeton University Press, 1957.

Ad oggi il risparmio è quella quota di reddito che non viene immediatamente consumata nel periodo in cui il reddito viene percepito, ma accantonata per il soddisfacimento di bisogni futuri.

1.2 LA PIANIFICAZIONE FINANZIARIA

Si utilizza spesso il termine risparmio e investimento come sinonimi, ma risparmiare ed investire non sono la medesima cosa. Risparmiare come visto in precedenza significa accantonare un determinato ammontare di denaro derivante dal reddito a prescindere dall'attività specifica che se ne intende fare. Con il termine investire invece si va a dare un'allocazione specifica al risparmio, con un obiettivo definito, ovvero veder crescere nel tempo il capitale, consapevoli però di essere esposti in egual modo al rischio che questo ammontare di denaro possa anche diminuire. L'investimento è dunque un possibile allocazione del risparmio ma non l'unica destinazione pensabile e per scegliere coerentemente come allocare le risorse bisogna avere alle spalle una solida base di pianificazione finanziaria.

Negli ultimi anni abbiamo assistito sempre più frequentemente a shock economici che hanno portato alla luce problematiche in grado di incidere sulle capacità di un soggetto di gestire e superare situazioni complesse. Questo ha portato le persone a dover necessariamente affrontare e gestire scelte finanziarie in modo da poter ricavare il miglior risultato dalle proprie scelte.

È qui che nasce il concetto di pianificazione finanziaria, dove in un contesto di incertezza sull'allocazione del risparmio, essa viene intesa come quel processo che porta ogni individuo ad analizzare attentamente le caratteristiche della propria situazione patrimoniale, le proprie aspettative e i propri bisogni, così da riuscire a programmare in maniera dettagliata e adeguata, consumi, risparmi e investimenti in modo da adottare strategie coerenti con le proprie risorse e finalità.

La pianificazione finanziaria inoltre, può creare effetti positivi non solo per il singolo individuo, ma anche per l'intera comunità, infatti scegliendo prodotti e servizi finanziari adeguati per ogni singolo soggetto, si potrebbe ottenere una diminuzione della percentuale di soggetti insolventi, che apporterebbe sul mercato finanziario un quantitativo di liquidità maggiore, utilizzabile per finanziare piccole e medie imprese, essenziali per la crescita dell'occupazione e generando un effetto pro-ciclico positivo che giova a tutta la società.

Nonostante i molteplici effetti positivi sopra citati, la diffusione e l'applicazione del concetto di pianificazione finanziaria si scontra con una pluralità di fattori che ne ostacolano l'attuazione.

Tali fattori possono essere raggruppati in tre macroaree:

- 1) L'irrazionalità e l'emotività dell'individuo;
- 2) Il grado di autocontrollo limitato su un arco temporale ampio;
- 3) La mancanza di conoscenza ed esperienza nei settori previdenziali e finanziari;

1.2.1 I bias dietro le scelte d'investimento

Una delle problematiche principali che affligge una corretta pianificazione finanziaria è data dai bias comportamentali, che un soggetto presenta nel momento della scelta dell'investimento.

Per molti anni gli studiosi classici nei loro modelli teorici attribuivano agli operatori economici comportamenti perfettamente razionali basati sulla teoria dell'utilità attesa⁶, fino ad essere smentiti alla fine degli anni Settanta dagli studi empirici di Kahneman e Tversky⁷, dimostrando come effettivamente gli individui di fronte ad una decisione finanziaria siano irrazionali. Da questo studio e da quelli che ne seguirono, si dimostrò che le relazioni sociali, l'emotività degli individui e i limiti cognitivi⁸ sono in grado di influenzare le scelte economiche e finanziarie degli operatori.

Analizzando più nel dettaglio questi condizionamenti troviamo in primo luogo i bias sociali sono quei condizionamenti per cui gli individui tendono a comportarsi in relazione al giudizio che si aspettano di ricevere da parte della comunità di appartenenza, agendo quindi in base al giudizio altrui e non seguendo il proprio

⁶ Neumann J. e Morgenstern O., *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton, NJ. Princeton University Press, 1953.

⁷ Kahneman D. e Tversky A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, *Econometrica*, Vol 47, 1979, pp. 263-292.

⁸ Kahneman, D. e Tversky, A., *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*, in "Science" 1974, n. 185, pp.1124-1131

pensiero. Inoltre, il fenomeno del comportamento imitativo è spesso amplificato in situazioni di incertezza, nelle quali è molto più delicato assumere atteggiamenti controcorrente specie all'interno dei recenti contesti tecnologici nei quali la presenza di mass media e internet amplificano esponenzialmente la quantità di informazioni.

In secondo luogo, i bias emotivi derivano invece dalla sfera psicologica e quindi dalle emozioni dell'individuo. Le scelte individuali sembrano spesso essere governate da atteggiamenti e valutazioni affettive piuttosto che da preferenze economiche basate su calcoli matematici.

Ed infine i bias cognitivi dipendono dall'incapacità degli individui di utilizzare tutte le informazioni a disposizione, a causa di errori commessi nella percezione e nell'elaborazione delle informazioni. Questi errori si manifestano in maniera evidente nel processo di investimento poiché lo stesso, essendo fortemente basato sul calcolo probabilistico, richiede agli investitori uno sforzo cognitivo non indifferente. Tali problematiche, quindi, sono da attribuirsi alla presenza di risorse cognitive limitate che, in molte occasioni, costringono a semplificare lo spazio del problema, altrimenti ingestibile perché eccessivamente complesso.

1.2.2 Le decisioni previdenziali

Inerente al tema della corretta pianificazione finanziaria vi è la previdenza complementare. Questo argomento incontra gli ostacoli maggiori tra le decisioni di

risparmio, in quanto il lungo arco temporale collegato alla programmazione pensionistica, distoglie spesso l'attenzione dei soggetti dall'obiettivo finale.

Le decisioni inerenti alla vecchiaia vengono solitamente rinviate a una fase matura della propria vita e tale procrastinazione è causata sia dal grado di auto-controllo limitato che caratterizza gli individui quando si tratta di compiere azioni non gratificanti, ma anche da una motivazione economica in quanto il tasso a cui scontiamo scelte riferite ad istanti temporali diversi è maggiore per gli istanti più prossimi⁹, ovvero si tende a scegliere il beneficio immediato.

Si capisce subito come queste problematiche assumono una rilevanza maggiore dal momento in cui con l'allungamento della vita media, le società dei paesi sviluppati saranno caratterizzate da grandi fasce di popolazione in età avanzata, che passeranno in pensione diversi decenni e non potranno chiedere ai lavoratori, pochi rispetto ad oggi, contributi previdenziali sufficienti a garantirsi stili di vita e dignità economiche assimilabili a quelli attuali.

1.2.3 Educazione finanziaria ed inquadramento normativo

L'ultimo fattore che si aggiunge all'emotività delle scelte decisionali di una corretta pianificazione finanziaria è dato dalla mancanza di competenze in ambito finanziario e assicurativo. Secondo L'OCSE, l'educazione finanziaria "è un

⁹ Thaler R. e Shefrin H. M, *An Economic Theory of Self-Control*, Journal of Political Economy, vol. 89, issue 2, 1981, pp. 392-406

processo, attraverso il quale i consumatori, i risparmiatori e gli investitori migliorano le loro capacità di comprensione dei prodotti finanziari e dei concetti che ne sono alla base attraverso istruzioni, informazioni e consigli sviluppano attitudini e conoscenze atte a comprendere i rischi e le opportunità di fare scelte informate, per migliorare il proprio stato e il livello di protezione”¹⁰

A colmare queste carenze conoscitive è intervenuta la Commissione Servizi dell’UNI (Ente Nazionale Italiano di Unificazione), che nel 2008 ha elaborato una norma, la UNI ISO 22222, che rappresenta l’adozione, in lingua italiana, della norma internazionale ISO 22222 del dicembre 2005 in grado di disciplinare l’attività di pianificazione finanziaria. La norma entrata in vigore il 21 gennaio del 2010 ha l’obiettivo di stabilire i requisiti e gli standard di qualità della pianificazione finanziaria, definendo i parametri di riferimento globalmente accettati per tutti coloro che forniscono un servizio professionale di pianificazione finanziari personale ai propri clienti. Questi servizi professionali vengono erogati dai Financial Planner, ovvero consulenti specializzati nell’organizzare le risorse finanziarie, economico e patrimoniali del cliente in maniera coerente, efficace ed efficiente, affinché egli possa raggiungere i propri obiettivi di vita.

¹⁰ OCSE, *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*, luglio 2005.

La norma inoltre specifica la metodologia della pianificazione nonché i comportamenti etici, le competenze, l'esperienza professionale richieste agli operatori e descrive i vari metodi di valutazione della conformità, precisando i requisiti da applicare a ognuno di essi.

In definitiva, il contributo che la norma fornisce è duplice. Da una parte può rendere consapevoli i consumatori dei propri diritti, dall'altra può fornire agli operatori e alle loro organizzazioni un'indicazione circa i contenuti metodologici del processo consulenziale. Il tutto quindi si può riassumere in programmi di educazione più efficienti per gli investitori che si tradurrà in una più efficiente allocazione del risparmio a livello nazionale.

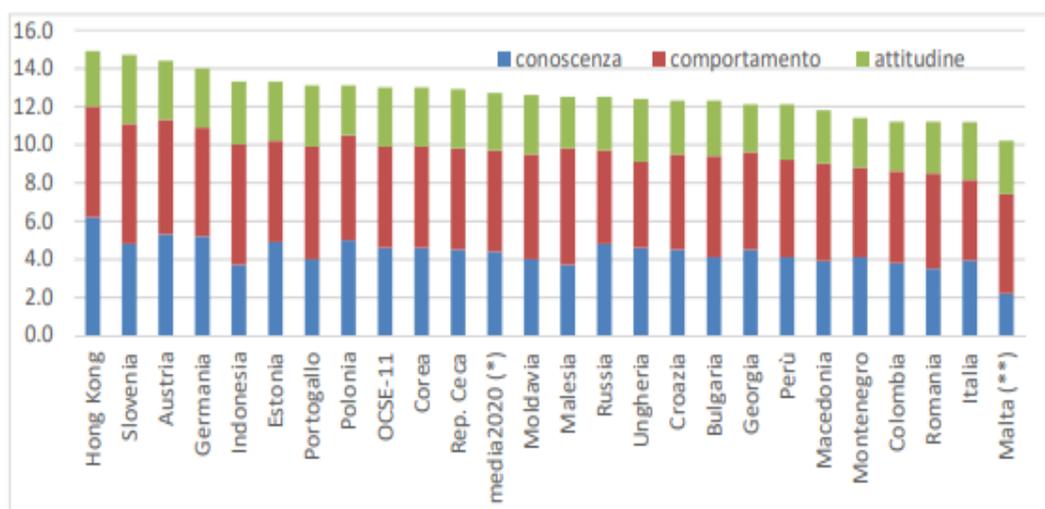
Nonostante gli sforzi fatti dal 2010 ad oggi in merito all'educazione finanziaria, la strada è ancora lunga, a confermarlo è il rapporto della Banca d'Italia che nel 2020 tramite l'indagine sull'Alfabetizzazione e le Competenze Finanziarie degli Italiani¹¹ (IACOFI) mostra come il livello di alfabetizzazione del nostro Paese nel confronto internazionale sia basso (fig.1.1).

L'arretrata posizione italiana nella classifica OCSE è spiegata attraverso un'analisi di regressione. L'istruzione rappresenta la variabile principale che influenza l'alfabetizzazione, seguito dall'età.

¹¹ D'Alessio G., De Bonis R., Neri A. e Rampazzi C., *L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, n588, 2020

Figura 1.1: Confronto internazionale: l'alfabetizzazione finanziaria nel 2020

(valori medi)



Fonte: OECD (2020) *International Survey of Adult Financial Literacy*. (*) La media è calcolata su 23 paesi, escludendo Francia, Malta e Thailandia. (**) Malta ha calcolato i punteggi usando un numero più contenuto di domande, 4 per le conoscenze e 7 per i comportamenti.

Dall'indagine inoltre è emerso che confrontando i risultati del questionario sulle conoscenze finanziarie, somministrato ad un campione di individui nel 2017 e in seguito nel 2020, gli italiani sono classificati in quattro categorie:

- gli esclusi, il cui peso nel 2020 è pari al 21% della popolazione;
- gli incompetenti, il cui peso è pari al 30 % degli italiani;
- i competenti, il 32 % della popolazione;
- gli esperti, il 17 %;

Un miglioramento tuttavia si è verificato, difatti le percentuali degli esclusi e degli incompetenti sono scese, a fronte di un aumento del peso dei competenti e in piccola misura degli esperti.

1.3 IL RISPARMIO GESTITO

Ricollegandoci a quanto detto nel paragrafo precedente possiamo affermare che il risparmiatore ha due strade percorribili nel momento in cui decide di investire il patrimonio accumulato. La prima è quella di effettuare direttamente ed in propria autonomia le scelte d'investimento, qualora si conoscano le caratteristiche tecniche dei diversi strumenti finanziari. La seconda invece è quella di ricorrere al risparmio gestito nel momento in cui non possiedono le necessarie competenze atte ad affrontare una tale decisione.

Cercando di approfondire quest'ultima scelta vediamo cos'è e com'è concepito il risparmio gestito in Italia.

Con il termine risparmio gestito, si intende quella quota di patrimonio personale affidata dal risparmiatore ad uno o più gestori professionali, che nei limiti del mandato ricevuto, cercano di gestire e amministrare le risorse conferite. Tale gestione può essere a sua volta suddivisa in due categorie: la prima è quella individuale e la seconda è quella collettiva.

Il primo tipo di gestione, ovvero quello individuale, si realizza tramite un contratto in cui il risparmiatore incarica un agente specializzato, affidandogli nel rispetto dei

limiti, la gestione del proprio capitale col fine di ottenere il miglior risultato coerente con il suo livello di rischio.

Il secondo tipo di gestione, ovvero quello collettivo, consiste nella partecipazione ad un investimento collettivo attraverso la sottoscrizione di quote o azioni dove l'investitore demanda la gestione ad un altro soggetto, che nei limiti del mandato, agirà nell'interesse della collettività col fine di incrementare il valore delle partecipazioni. Tale gestione è disciplinata dal Testo Unico della Finanza (TUF) secondo l'art.1 lettera n dove vengono elencate le figure mediante cui la gestione collettiva viene realizzata. Queste figure, fondamentali per la raccolta del risparmio nei confronti del pubblico sono gli Organismi di Investimento Collettivi del Risparmio (OICR) che l'art.1 lettera m individua nei fondi comuni di investimento e nelle Sicav.

La SICAV è “la società per azioni a capitale variabile, con sede legale e direzione generale in Italia, avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni”¹². Il fondo comune di investimento invece è definito come “il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito a monte”¹³.

¹² Art. 1, lettera i, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di intermediazione finanziaria.

¹³ Art. 1, lettera j, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di intermediazione finanziaria.

Sebbene l'analisi approfondita di questi due soggetti sia rimandata al paragrafo successivo, già ora possiamo individuare dalla definizione del TUF una chiara distinzione tra le due tipologie di OICR.

I fondi comuni d'investimento non sono soggetti giuridici, bensì patrimoni autonomi, nati dall'iniziativa di un gestore, mediante l'emissione di quote; per cui c'è una suddivisione patrimoniale che separa una parte del patrimonio dell'Sgr per destinarlo ad una certa attività. Il vantaggio di questa composizione è dato dal profilo di responsabilità, infatti i creditori dell'Sgr, non possono rifarsi attingendo al fondo stesso, ma possono rifarsi solo sul patrimonio del Sgr.

Le Sicav invece sono un soggetto giuridico autonomo, ovvero sono vere e proprie società per azioni in cui i sottoscrittori delle quote della società diventano soci dell'azienda acquisendo quindi tutti i relativi diritti e rischi.

Infine, l'art. 1, comma 1. lettera r¹⁴, del TUF elenca chi sono i soggetti abilitati allo svolgimento dei servizi d'investimento inerenti alla gestione del risparmio, e sono: le Sim, le imprese di investimento, le banche, le Sgr, le Sicav e gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario.

¹⁴ Art. 1, lettera r, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di intermediazione finanziaria.

1.3.1 L'evoluzione normativa del risparmio gestito

Negli anni il risparmio gestito è andato incontro a nuove disposizioni derivanti dall'Unione Europea. Questa direttiva conosciuta come MiFID acronimo di Markets in Financial Instruments Directive, nasce con lo scopo di creare un mercato finanziario più integrato e concorrenziale e allo stesso tempo, rafforzare la tutela per l'investitore a causa dei continui mutamenti nelle attività di intermediazione mobiliare.

La direttiva sopra citata consiste, in primo luogo nell'abolire definitivamente l'obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati. In secondo luogo, obbliga gli intermediari a adottare il principio della "*best execution*" ovvero tutte quelle misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per il cliente, tenendo conto di una serie di fattori tra i quali: le condizioni di prezzo, il costo, la velocità dell'esecuzione, ed altre caratteristiche inerenti all'ordine rilevanti per la sua esecuzione; che devono essere comunicate e sottoscritte dal cliente. Infine, come ultimo elemento, la norma introduce una nuova classificazione della clientela per gli intermediari finanziari, specificando i relativi metodi per identificarla e associando un grado di tutela differente in base al grado di conoscenza rilevata. Tale criterio prevede l'obbligo da parte degli intermediari di valutare l'adeguatezza e l'appropriatezza del cliente tramite uno specifico questionario, in modo da misurare il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi associati al prodotto o servizio d'investimento.

Con l'obiettivo di seguire le medesime finalità della MiFID I e al contempo, rafforzare ulteriormente i presidi di tutela per gli investitori grazie a un approccio maggiormente trasparente ed efficiente da parte di intermediari e società finanziarie, il 3 gennaio 2018 entrata in vigore la normativa MiFID II.

Tale direttiva verte su due tematiche principali: la trasparenza dei costi e la consulenza finanziaria.

In merito al tema dei costi, gli intermediari sono obbligati a mandare delle rendicontazioni chiare riguardanti gli oneri che i clienti sopportano, evidenziandoli in termini assoluti e specificando i costi associati al servizio e quelli associati allo strumento.

Altro elemento importante e inerente alla stessa tematica riguarda la creazione della categoria dei PRIIPs¹⁵ che comprende tutti quei prodotti finanziari pre-assemblati e soggetti in modo particolare alla fluttuazione di mercato. Tali prodotti formati principalmente da: fondi comuni di investimento; obbligazioni convertibili; prodotti assicurativi e derivati devono essere accompagnati dal Key Information Document (KID). Un documento scritto in maniera sintetica e in linguaggio non tecnico, in modo da essere comprensibile per l'investitore retail, al cui interno sono presenti tutte le informazioni chiave che riportano in maniera dettagliata i costi del prodotto e allo stesso tempo, le informazioni riguardanti i rischi a cui il prodotto è

¹⁵ dall'acronimo *packaged retail investment and insurance-based investments products*

esposto in modo da consentire all'investitore il confronto con altre opportunità di investimento.

Infine, in merito al tema della consulenza finanziaria le imprese d'investimento sono obbligate a dichiarare preventivamente che tipo di consulenza si intende prestare, se indipendente o di carattere distributivo, con lo scopo di favorire il primo, basato sulla remunerazione a parcella (molto diffuso nei paesi anglosassoni) in modo da dare una maggiore trasparenza sul costo inerente alla consulenza.

1.3.2 La crescita del risparmio gestito negli ultimi anni

In seguito alla ricezione della MiFID I e successivamente della MiFID II il mercato del risparmio gestito ha reagito positivamente a queste direttive subendo un forte slancio che ne ha accresciuto il ruolo nel finanziamento dell'economia. Alla fine del 2021, l'attività di gestione del risparmio ha chiuso con un nuovo massimo storico sfiorando la soglia dei 2.600 miliardi di euro, un valore che supera di 191 miliardi quello del 2020, quasi più del doppio rispetto a quello del 2013.

Va però notato che una parte di questa crescita è da attribuire alla situazione economica che ha caratterizzato il periodo che va dal 2008 ad oggi. Difatti negli ultimi anni il settore finanziario ha beneficiato dai tassi d'interesse negativi o pari a zero, che da un lato hanno spinto gli investitori a trovare soluzioni di guadagno alternative ai titoli tradizionali e dall'altro lato, le banche, hanno puntato molto sullo

sviluppo del risparmio gestito in quanto fonte di importanti ricavi e ponendolo tale attività al centro della loro strategia di crescita.

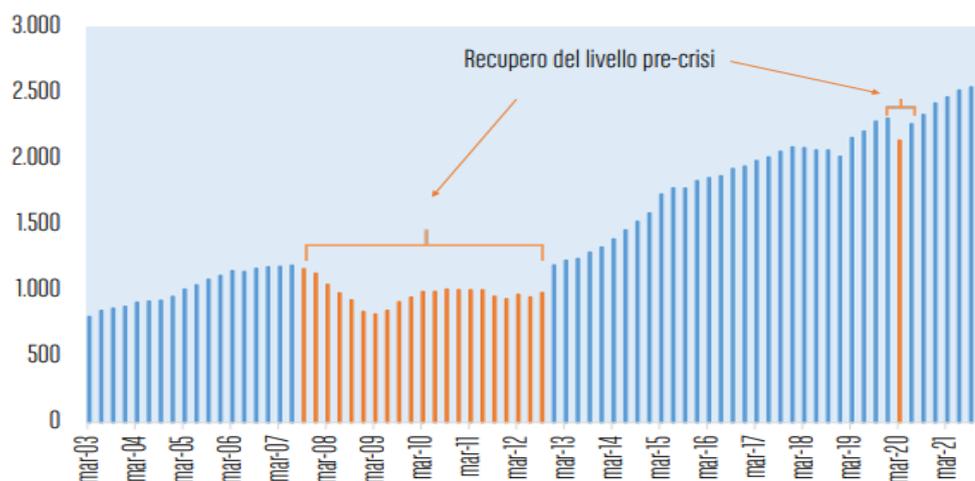
A seguito dello studio fatto dal GRUPPO BNP PARIBAS¹⁶ è possibile affermare che la crescita del risparmio gestito negli ultimi venti anni ha subito tre importanti correzioni che si sono verificate in concomitanza con le tre più grandi crisi dell'ultimo ventennio. Da come si può vedere dalla fig. 1.2 e 1.3 la crisi dei mutui sub-prime nel 2007 e quella del debito sovrano del 2011-2012 sono in realtà le crisi più impattanti dal punto di vista della raccolta del risparmio gestito italiano. Nel 2007 i fondi raccolti dalla gestione patrimoniale hanno registrato un calo pari circa a 290 miliardi di euro, recuperati parzialmente nel biennio successivo in concomitanza con i primi segnali di ripresa dei mercati e calando nuovamente in seguito al deterioramento del quadro economico venutosi a creare nel 2011. Complessivamente nel periodo intercorso tra le due crisi si è registrato un saldo netto negativo della raccolta pari a -270 miliardi di euro, che ha impiegato più di cinque anni per essere recuperato e ritornare al livello patrimoniale precrisi.

Al contrario il terzo ribasso del mercato manifestatosi a inizio 2020 a seguito della crisi dovuta al Covid-19, ha presentato minori criticità, difatti dopo un solo

¹⁶ Ambrosini S., *Il risparmio gestito in Italia: dinamiche e prospettive di sviluppo*, GRUPPO BNP PARIBAS, Focus economia e banche n.04, 2022.

trimestre di flessione il patrimonio ha ripreso a crescere con lo slancio che l'aveva caratterizzato negli ultimi otto anni.

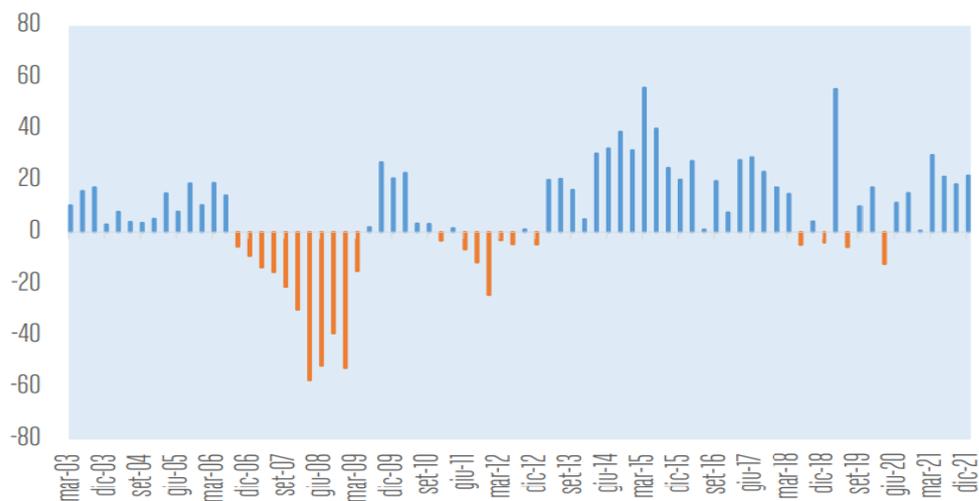
Figura 1.2: L'industria del risparmio gestito in Italia: patrimonio
(mld di euro; dati trimestrali)



Fonte: Servizio Studi BNL

Figura 1.3: L'industria del risparmio gestito in Italia: raccolta netta

(mld di euro; dati trimestrali)



Fonte: Servizio Studi BNL

Gli ultimi dati provenienti dal report di Assogestioni¹⁷ inerenti a febbraio 2022 mostrano come la composizione del risparmio gestito tra il comparto fondi comuni (aperti e chiusi) e la gestione del portafoglio (GPF, GPM, Gestioni previdenziali e Gestioni di prodotti assicurativi) ricoprono rispettivamente il 52% e il 48% del risparmio gestito italiano. Comparando questi dati con quelli del 2019 si può inoltre notare che il peso dei fondi comuni sul totale del risparmio gestito è progressivamente aumentato passando dal 49% del 2019 al 52% del 2022.

Entrando più nel dettaglio dell'analisi e osservando il grafico in figura 1.4 emerge che ad oggi il comparto obbligazionario continua a costituire il fondo più scelto dai risparmiatori costituito dal 35% sul totale del risparmio gestito. Negli anni però si è visto un crescente aumento della diffusione dei fondi azionari e dei fondi flessibili che hanno avuto un incremento rispettivamente del +12.6% e +6.6% a discapito dei fondi monetari che a causa del tasso d'interesse prossimo allo zero ha registrato notevoli deflussi, arrivando a pesare per il 3.1% del patrimonio totale.

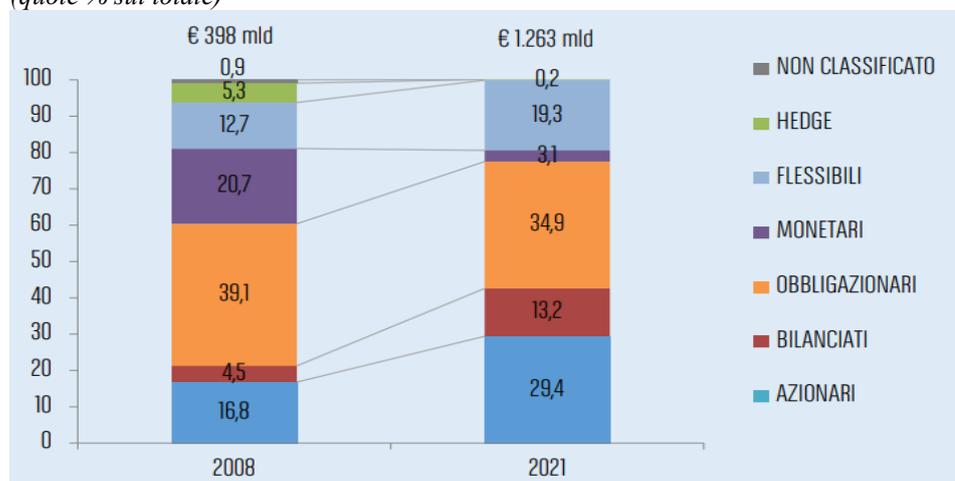
Un altro elemento rilevante che ha subito una forte variazione nel corso degli anni è dato dal domicilio dei fondi. Difatti il peso relativo ai fondi di diritto italiano è sceso dal 72.3% del 2003 fino al 21.3% del 2020 a favore dei fondi di diritto estero che hanno visto una crescita importante, partendo dal 27.3% del 2003 fino a raggiungere nel 2020 il 78.7% sul totale del patrimonio gestito. Le motivazioni di

¹⁷ Assogestioni, *Il mercato italiano del risparmio gestito*, febbraio 2022

una variazione così marcata sono da ricercare principalmente nell'armonizzazione fiscale delle due categorie di fondi e dagli interventi normativi quali Mifid I e MiFID II che hanno permesso ai fondi esteri di accaparrarsi quote di mercato sempre più rilevanti. (vedi fig. 1.5)

Figura 1.4: Fondi comuni: composizione del patrimonio

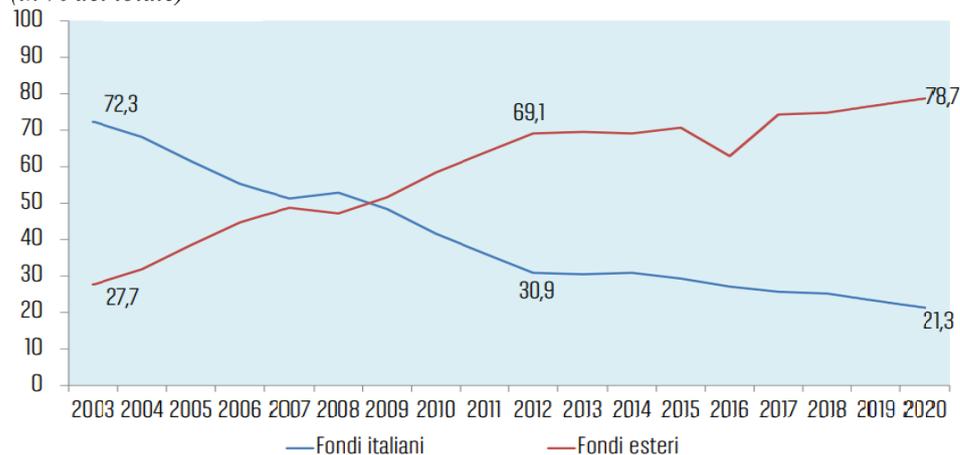
(quote % sul totale)



Fonte: Servizio Studi BNL

Figura 1.5: Fondi comuni italiani ed esteri

(in % del totale)



Fonte: Servizio Studi BNL

CAPITOLO 2

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO ED ETF

2.1 FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO: CARATTERISTICHE

Come visto nel capitolo precedente, più della metà del risparmio gestito è allocato in fondi comuni di investimento, è doveroso quindi un approfondimento su questi strumenti, cercando di capire cosa sono e come sono strutturati.

Un fondo comune di investimento può essere equiparato ad un contenitore del risparmio, dove, tramite una SGR, i proventi derivanti dalla sottoscrizione delle quote vengono investiti come un unico patrimonio in attività finanziarie, diversificando gli investimenti a seconda del profilo di rischio che si intende ottenere.

Il motivo per il quale ad oggi i fondi comuni di investimento hanno avuto una così ampia diffusione è dato dalla possibilità di diversificazione che questi strumenti consentono di avere nei confronti dei piccoli investitori; infatti, con il semplice acquisto di una quota si riesce ad accedere ad un paniere di titoli ampio e ben diversificato, costruito grazie alle competenze dell'asset allocation e di stock picking messe a disposizione dal management della società di gestione.

Il patrimonio del fondo, inoltre, beneficia di vari aspetti legali, derivanti dall'autonomia patrimoniale e giuridica rispetto a tutti gli eventuali accadimenti che possono interessare la SGR o i singoli partecipanti. Ciò significa che i creditori dell'SGR non possono rifarsi sul patrimonio del fondo, è che eventuali azioni da parte dei creditori del partecipante al fondo, sono ammesse, ma nei limiti della quota di partecipazione del singolo.

In merito alle quote, il loro valore di partecipazione al fondo varia giornalmente e vengono calcolate come il rapporto fra il Net Asset Value (NAV)¹⁸ e il numero delle azioni in circolazione¹⁹.

Un'altra caratteristica rilevante dei fondi comuni d'investimento è data dalla gestione del fondo, quest'ultima è disciplinata da una serie di norme e vincoli contenute nel regolamento del fondo che riporta tutti gli elementi istitutivi e gestionali che contraddistinguono ogni singolo fondo. Tale documento deve essere consegnato al risparmiatore nel momento della sottoscrizione e approvandolo si rinuncia ad impartire istruzioni in merito all'attività di gestione, delegandola all'SGR. Gli investitori possono selezionare solo il grado di rischio a cui essere soggetti, scegliendo fra le varie possibilità di fondi presenti sul mercato.

¹⁸ Il Net Asset Value è il valore di tutti gli strumenti finanziari e del denaro presenti nel fondo, al netto di eventuali oneri.

¹⁹ CONSOB, *I Fondi Comuni*. (<https://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>)

Per agevolare i risparmiatori nella scelta e facilitarli nella comparazione, la Consob mette a disposizione un documento unico ed uniforme per tutte le SGR. Tale documento è strutturato in due parti: nella prima ovvero nel KID si fornisce una descrizione del fondo con le sue principali caratteristiche, focalizzandosi: sui compiti del gestore; sulle decisioni d'investimento; costi; livello di rischio associato al fondo e specificando il benchmark che si intende seguire. Nella seconda parte, formata dal Prospetto Informativo, vengono mostrate invece alcune importanti informazioni generali (ad esempio come si effettua la sottoscrizione e rimborso ad un fondo) e i risultati storici delle performance del fondo e del benchmark.

2.1.1 Tipi di fondi di investimento

Ad oggi esistono vari tipi di fondi d'investimento che si contraddistinguono in base a vari fattori come: la distribuzione dei proventi; la tipologia del patrimonio; la suddivisione giuridica e in base alle decisioni gestionali.

Una prima distinzione è data dalla forma giuridica del fondo, in questo ambito rientrano infatti i fondi armonizzati e i fondi non armonizzati. Nel primo caso, si tratta di fondi che possono essere commercializzati nel territorio dell'Unione Europea in regime di mutuo riconoscimento che soddisfano le direttive comunitarie 85/611/CEE aventi come scopo la tutela dei risparmiatori e il contenimento dei rischi. Al contrario i fondi non armonizzati UE, seguono regole

meno stringenti, ma sono vincolati nel seguire il regolamento della banca d'Italia che li ha istituiti.

Una seconda distinzione può essere fatta tenendo conto della distribuzione dei proventi, i quali possono essere erogati al risparmiatore oppure rimanere all'interno del fondo. Nel primo caso, le plusvalenze, variabili nel tempo, vengono accreditate ai sottoscrittori come se fossero delle cedole. Invece, nel secondo caso, i guadagni ottenuti dalla gestione vengono reinvestiti aumentando il valore della quota del sottoscrittore che vedrà concretizzare i proventi nel momento del disinvestimento del proprio patrimonio.

Inoltre, un'ulteriore distinzione è fatta in base alla variazione del patrimonio, quest'ultima infatti, è formata da due tipi di fondi: quelli chiusi, caratterizzati da un numero di quote predefinite; da una sottoscrizione fatta in periodi prestabiliti e dal rimborso effettuabile solo a scadenza; e quelli aperti, molto più diffusi in confronto ai primi in quanto definiti da un numero di quote illimitato e con sottoscrizione e rimborso effettuabili in qualsiasi momento.

Proseguendo, abbiamo che le quote del patrimonio raccolto possono essere catalizzate in: fondi a gestione attiva, contraddistinti dalla guida attiva del SGR, che col fine ultimo di battere il benchmark di riferimento, attua delle strategie di compravendita con le attività presenti all'interno del patrimonio; e in fondi a gestione passiva che invece copiano pedissequamente il benchmark di riferimento con lo scopo di contenere i costi.

Un'ultima tipologia di fondi è caratterizzata dalle politiche d'investimento. In base a questo elemento abbiamo: in primo luogo i fondi azionari, che si distinguono per l'obbligo di investire almeno il 70% del patrimonio del fondo in titoli azionari, la restante percentuale invece può variare da obbligazioni a liquidità in base alla preferenza del gestore. In secondo luogo, abbiamo i fondi obbligazionari che investono principalmente in titoli di Stato ed in obbligazioni, ad eccezione dei fondi obbligazionari misti che possono arrivare fino al 20% del patrimonio del fondo, e si caratterizzano per un grado di rischio generalmente minore dei fondi azionari.

In terzo luogo, abbiamo i fondi bilanciati che hanno l'opportunità di investire sia in azioni che in obbligazioni, l'obiettivo è di conferire al fondo maggior flessibilità in modo da dare l'opportunità all'investitore di trovare il giusto compromesso tra rischio e rendimento.

Infine, abbiamo i fondi speculativi (o hedge fund) i quali rientrano sotto la categoria di fondi non armonizzati. L'ingresso a tali fondi normalmente è limitato a soli investitori istituzionali e professionali inoltre sono limitati da vincoli d'ingresso (partecipazione minima iniziale è 500.000 euro) e di uscita (i fondi sono vincolati almeno per un anno prima del disinvestimento). Un altro elemento che contraddistingue questi tipi di fondi e che possono utilizzare strumenti come la vendita allo scoperto o la leva finanziaria, operazioni vietate ai fondi armonizzati.

2.1.2 I costi dei fondi di investimento

Le commissioni e i costi sui fondi comuni di investimento sono delle voci che possono pesare molto sul rendimento dell'investimento, inoltre variano molto da strumento a strumento e perciò è necessario identificarle.

Iniziamo con il primo tipo di onere a cui l'investitore va incontro che è dato dalle commissioni di sottoscrizione e di uscita, imputate interamente all'investitore nel momento d'ingresso e di disinvestimento dal fondo. Tale costo è deciso a discrezione dei soggetti collocatori al quale vengono integralmente riconosciuti.

Negli anni però, il mercato, sempre più attento alle necessità del consumatore, si è evoluto e dal 1° ottobre del 2018 in seguito alla nascita su Borsa Italiana del segmento ATFund, ovvero, il mercato dedicato alla quotazione dei fondi aperti, la problematica dei costi d'ingresso e di uscita in capo ai fondi svaniscono. Infatti, il fine ultimo di questo segmento è di rendere i fondi accessibile alle stesse condizioni di acquisto e di vendita sia gli istituzionali che ai retail, scegliendo grazie all'eliminazione della rete di vendita di non far gravare sull'investitore privato i costi di distribuzione²⁰.

L'elemento che però incide maggiormente sui fondi è dato dalle commissioni di gestione che variano a seconda del fondo (un fondo a gestione attiva ha costi di gestione maggiore) e rappresentano il compenso per la gestione del fondo. Tale

²⁰ Borsa Italiana, *ATFund: Il mercato dedicato ai fondi aperti*, 2020

costo è identificato dal Total Expense Ratio (TER) e rappresenta la percentuale del patrimonio che la società di gestione trattiene. Solitamente è calcolato su base annuo ma in alcuni fondi è corrisposto a cadenza semestrale o trimestrale, inoltre, la maggior parte dei costi viene incassata dalla società di gestione e la restante parte viene corrisposta ai soggetti collocatori come banche e consulenti finanziari.

Una recente ricerca dell'ufficio studi di Mediobanca²¹, fatta sulle cinque più grandi società di gestione del risparmio italiane, su un campione di 1300 fondi e con un orizzonte temporale che va dal 1984-2018 ha portato alla luce l'elevato costo di gestione, a cui gli investitori italiani vanno incontro. Come mostrato in tabella 2.1 i fondi italiani negli anni hanno mantenuto il loro elevato costo di gestione pressoché invariato, presentando nel 2017 oneri di gestione, calcolati sul totale dei fondi, pari al 1.3% con un picco a 2.3% per i fondi azionari che risultano i più costosi.

²¹Ufficio studi di Mediobanca, *Dati di 1320 fondi e SICAV Italiani (1984-2018)*, 2020

Tabella 2.1: 1308 Fondi e SICAV - Rendimenti netti e oneri di gestione in % del patrimonio netto medio

| | Totale Fondi | | Azionari | | Bilanciati | | Obbligazionari | |
|-----------|---------------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------------|-------------------|
| | Rend. annuo | Oneri di gestione | Rend. annuo | Oneri di gestione | Rend. annuo | Oneri di gestione | Rend. annuo | Oneri di gestione |
| 1984 (*) | | | | | | | | |
| 1985 (*) | 33,0 | 1,3 | 39,4 | 1,3 | 39,0 | 1,3 | 20,6 | 1,4 |
| 1986 (*) | 22,5 | 1,7 | 25,3 | 2,5 | 26,0 | 1,7 | 13,4 | 1,1 |
| 1987 (*) | -7,4 | 1,2 | -16,6 | 1,4 | -10,8 | 1,2 | 5,4 | 1,2 |
| 1988 (*) | 12,0 | 1,2 | 15,4 | 1,5 | 13,9 | 1,2 | 7,9 | 1,0 |
| 1989 (*) | 11,3 | 1,3 | 13,1 | 1,8 | 12,5 | 1,3 | 8,7 | 1,0 |
| 1990 (*) | -3,7 | 1,2 | -12,4 | 1,6 | -10,0 | 1,1 | 9,9 | 1,0 |
| 1991 (*) | 9,5 | 1,3 | 7,3 | 1,8 | 8,5 | 1,3 | 11,1 | 1,0 |
| 1992 (*) | 8,7 | 1,3 | 5,6 | 1,6 | 3,3 | 1,2 | 12,0 | 1,2 |
| 1993 (*) | 23,1 | 1,5 | 35,0 | 2,2 | 30,7 | 1,7 | 18,1 | 1,3 |
| 1994 (*) | -2,9 | 1,5 | -6,6 | 2,1 | -1,9 | 1,6 | -1,5 | 1,2 |
| 1995 (*) | 6,8 | 1,4 | 1,7 | 1,8 | 4,3 | 1,4 | 9,9 | 1,1 |
| 1996 (*) | 9,3 | 1,4 | 8,5 | 2,0 | 10,3 | 1,6 | 9,4 | 1,1 |
| 1997 (*) | 11,5 | 1,5 | 24,0 | 2,5 | 21,0 | 2,0 | 7,1 | 1,2 |
| 1998 (*) | 8,4 | 1,6 | 16,4 | 2,6 | 13,2 | 2,1 | 5,3 | 1,2 |
| 1999 (*) | 11,6 | 1,5 | 41,1 | 2,4 | 14,3 | 1,8 | 0,9 | 1,3 |
| 2000 (**) | -2,9 | 1,6 | -12,6 | 2,3 | -1,4 | 1,7 | 4,5 | 1,2 |
| 2001 (**) | -5,5 | 1,4 | -18,5 | 1,9 | -7,4 | 1,7 | 3,3 | 1,1 |
| 2002 (**) | -7,5 | 1,3 | -30,6 | 2,0 | -12,1 | 1,6 | 2,8 | 1,1 |
| 2003 (**) | 3,6 | 1,3 | 9,0 | 2,4 | 4,4 | 1,8 | 1,8 | 1,0 |
| 2004 (**) | 3,1 | 1,3 | 5,3 | 2,3 | 3,7 | 1,8 | 2,3 | 1,0 |
| 2005 (**) | 6,4 | 1,4 | 18,2 | 2,6 | 9,0 | 1,8 | 2,6 | 1,1 |
| 2006 (**) | 3,3 | 1,4 | 8,6 | 2,5 | 2,7 | 1,7 | 0,4 | 1,1 |
| 2007 (**) | 1,9 | 1,4 | 0,3 | 2,3 | -0,5 | 1,7 | 1,3 | 1,0 |
| 2008 (**) | -8,4 | 1,2 | -38,5 | 2,2 | -12,1 | 1,7 | 2,0 | 1,0 |
| 2009 (**) | 5,9 | 1,2 | 25,3 | 2,7 | 9,2 | 1,8 | 4,4 | 1,1 |
| 2010 (**) | 2,4 | 1,2 | 10,0 | 2,5 | 3,2 | 1,7 | 0,9 | 1,1 |
| 2011 (*) | -2,7 | 1,2 | -11,5 | 2,1 | -3,4 | 1,6 | -0,5 | 1,1 |
| 2012 (*) | 6,0 | 1,2 | 10,4 | 2,8 | 8,0 | 1,8 | 7,4 | 1,2 |
| 2013 (*) | 3,4 | 1,2 | 11,7 | 2,9 | 5,6 | 1,8 | 1,9 | 1,2 |
| 2014 (*) | 4,2 | 1,2 | 6,0 | 2,5 | 5,5 | 1,7 | 4,1 | 1,2 |
| 2015 (*) | 1,6 | 1,3 | 6,1 | 2,9 | 2,7 | 1,4 | 1,1 | 1,1 |
| 2016 (*) | 1,3 | 1,2 | 1,6 | 2,2 | 1,8 | 1,5 | 1,5 | 1,2 |
| 2017 (*) | 2,2 | 1,3 | 7,7 | 2,3 | 2,1 | 1,6 | 0,5 | 1,2 |

(*) Riferiti al patrimonio netto medio calcolato sulla base della media tra i valori di inizio e fine anno.

(**) Riferiti al patrimonio netto medio calcolato sulla base della media mensile.

Fonte: Ufficio studi di Mediobanca

Un altro elemento rilevante sulla struttura dei costi di un fondo sono le commissioni di performance, che se presenti rientrano all'interno del calcolo del TER. La presenza di questi costi, infatti, non è prevista su tutti i fondi ma è a discrezione del gestore che può utilizzarli come premio per la “bravura” del gestore per aver raggiunto, in un determinato periodo di tempo, specifici traguardi di rendimento. Il loro calcolo è dato da una percentuale dell'extra-rendimento del fondo rispetto al benchmark o sull'incremento di valore della quota del fondo in un determinato intervallo di tempo.

Questa voce di spesa ad oggi risulta molto contestata, sia perché il tentativo di battere il benchmark rientra nei compiti del gestore di fondi attivi e quindi all'interno delle commissioni di gestione e sia perché molte società di gestione del risparmio, la usano in maniera impropria applicandola anche su rendimenti annuali negativi. Infatti, in seguito ad un report di Mediobanca²² sulle commissioni di performance è emerso che nel 2020 il 15% dei fondi più sottoscritti di Banca Generali e il 25% dei fondi più collocati da Azimut risultano essere maggiorati da commissioni di performance sui fondi, nonostante le performance annuali negative, utilizzando come escamotage un calcolo mensile anziché annuale sulle commissioni di performance

²² Ferrari G., *Italian Asset Gatherers*, Mediobanca securities, giugno 2017.

Osservando questi dati ne consegue che una fetta importante delle performance dei fondi vengono erose da commissioni elevate. Su questa problematica però ci focalizzeremo nel capitolo successivo.

2.2 GLI EXCHANGE TRADED FUNDS: CARATTERISTICHE

Nel primo capitolo sono state introdotte due forme di OICR, quella di natura societarie e quella con natura di fondo comune ai quali gli ETF sotto alcuni aspetti possono essere paragonati. Infatti, gli Exchange Traded Fund (ETF) sono dei fondi comuni di investimento ma a differenza di questi ultimi, sono quotati in Borsa e vengono negoziati in tempo reale attraverso una banca o un qualsiasi intermediario. Gli ETF, inoltre, sono caratterizzati da una gestione passiva che propone di replicare un determinato indice, attraverso l'acquisto dei titoli che lo compongono, ciò comporta che il rendimento non dipende dall'abilità del gestore ma dall'andamento della performance dei titoli sottostanti, presentando inoltre, costi molto più bassi di un fondo di investimento.

Le origini del primo ETF risalgono al 1990 quando venne introdotto all'interno della Borsa di Toronto per riprodurre l'indice TSE 35, avendo però scarsi risultati il fondo venne chiuso tre anni dopo la sua apertura. Per questo motivo ad oggi l'ETF considerato "il più vecchio" è il SPDR o Spider (SPY) rilasciato dalla State Street Global Investors per replicare l'andamento dell'indice S&P 500 che attualmente ha più di 370 miliardi di dollari in capitale gestito.

Dagli anni Novanta in poi il mercato degli ETF è fortemente cresciuto, passando da 1 fondo nel 1993 a 7000 nel 2021 e raccogliendo più di sette trilioni di dollari gestiti in tutto il mondo.

In Italia gli ETF sono entrati a far parte dei titoli a disposizione degli investitori a partire dal settembre del 2002 con l'ingresso in Borsa Italiana nel segmento ETFplus, comprendendo anche strumenti come ETC ed ETN²³.

La loro crescita negli anni è stata graduale, ma costante raggiungendo ad oggi i 123 miliardi di euro, corrispondenti al 5% sul totale del risparmio gestito italiano.

2.2.1 La creazione degli ETF

Come visto in precedenza, gli ETF e più recentemente i fondi comuni di investimento sono quotati e negoziati in borsa, di conseguenza i sottoscrittori possono acquistare direttamente le quote all'interno del mercato secondario senza dover passare per un intermediario. Cosa accade però sul mercato primario degli ETF?

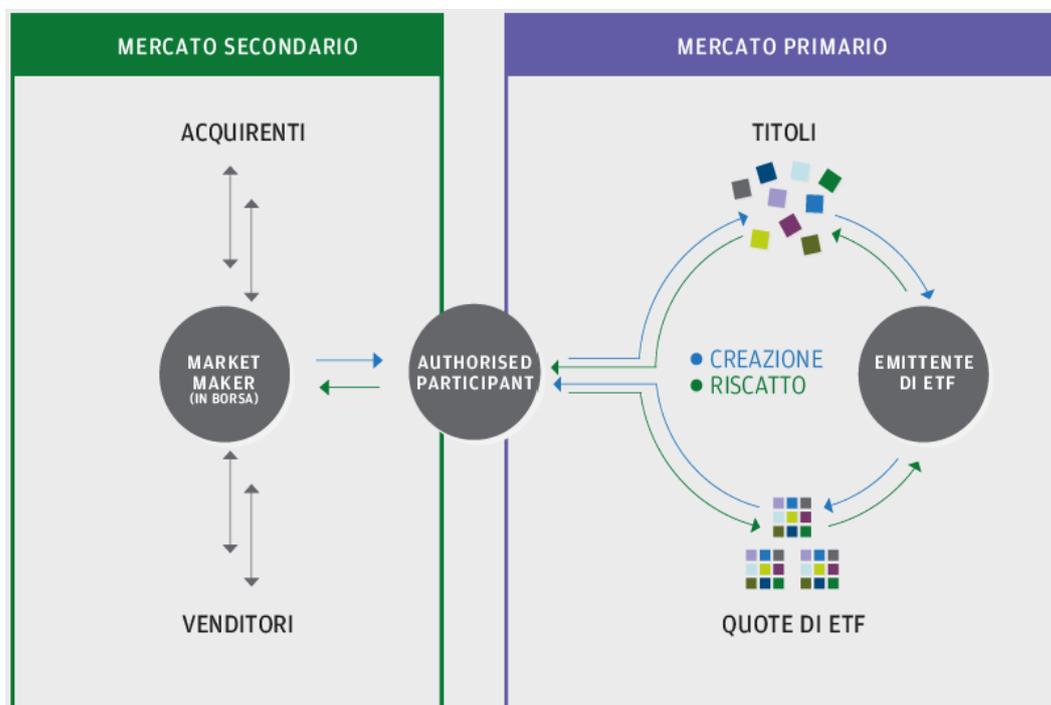
²³ Gli ETF rientrano nella categoria più ampia degli ETP acronimo di Exchange Traded Products, composti al suo interno da ETN (Exchange Traded Notes) ed ETC (Exchange Traded Commodities). Gli ultimi due prodotti si distinguono dall'ETF in quanto non sono fondi ma attività finanziarie quotate. Nello specifico, la definizione di Borsa Italiana per gli ETN li definisce come strumenti finanziari emessi a fronte dell'investimento diretto dell'emittente nel sottostante (diverso dalle commodities) o in contratti derivati sul medesimo. Gli ETC invece, sono prodotti finanziari che investono in materie prime fisiche o in derivati delle stesse.

Gli unici soggetti che possono partecipare alla creazione delle quote dell'ETF sono gli Authorized Participant (AP) ad esempio market maker o grandi investitori istituzionali, che in comune accordo con i gestori del fondo, hanno il compito di acquistare le azioni sottostanti l'ETF di riferimento e scambiarle con il fondo, il quale si impegna a consegnare tot. numero di quote con un valore pari a quello del basket di titoli ricevuti. In questo modo gli AP possono decidere se mettere le quote dell'ETF in circolazione attraverso il mercato secondario oppure tenerle.

Invece, in merito al meccanismo di rimborso delle quote dell'ETF abbiamo lo stesso procedimento ma di verso opposto ²⁴ (vedi grafico 2.2)

²⁴ Deville L., *Exchange Traded Funds: History, Trading, and Research*, Handbook of financial engineering (pp. 67–98), 2008.

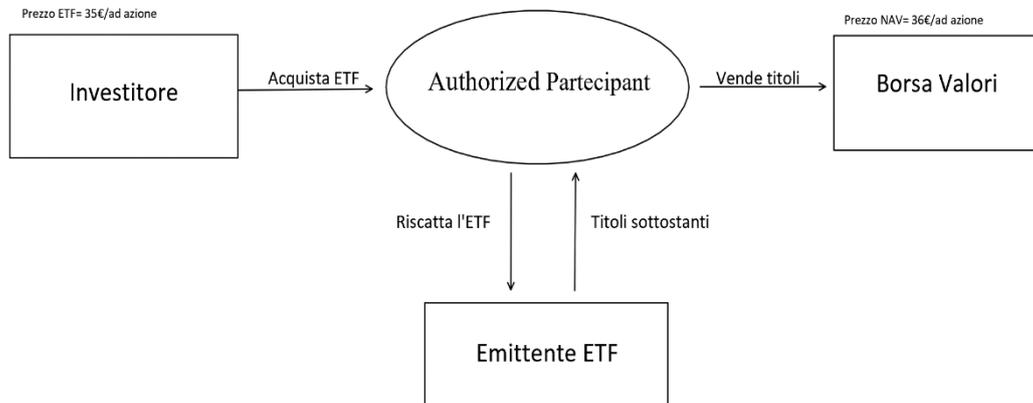
Figura 2.2: Processo di negoziazione degli ETF



Fonte: J.P. Morgan Asset Management.

La presenza del mercato primario e secondario per gli ETF fa sì che ci siano anche due tipi di prezzi, costituiti: dal NAV sul mercato primario e dal prezzo di mercato, formato dall'incrocio tra domanda e offerta nel mercato secondario. Questa dualità può dare origine a deviazione di prezzo che a loro volta, creano opportunità di arbitraggio tra le azioni dell'ETF e il paniere dei titoli sottostanti. Se ad esempio il prezzo di negoziazione di un ETF è inferiore al suo NAV, gli Authorized Participant possono creare quote dell'ETF nel mercato primario e scambiarle con il paniere di titoli sottostante nel mercato secondario, lucrando dalla differenza di prezzo e ristabilendo l'equilibrio.

Figura 2.3: ETF a sconto



Fonte: elaborazione propria

La figura 2.3 mostra l'esempio in cui le azioni dell'ETF iniziano a essere scambiate a sconto, ovvero ad un prezzo inferiore. In questo caso, l'AP acquista sul mercato secondario le azioni dell'ETF dagli investitori, riscattandole all'emittente dell'ETF sul mercato primario, dal quale riceve i titoli sottostanti al fondo, che a sua volta vengono venduti sul mercato regolamentato e guadagnando dalla differenza. In questo modo, l'acquistando delle azioni sul mercato secondario da parte dell'AP, crea una maggiore domanda che portare il prezzo di mercato più vicino al prezzo del NAV.

Il vantaggio derivante da questo processo è dato dal fatto che i costi di trading imputati all'acquisto dei titoli per la replica dell'indice di riferimento sono attribuiti agli Authorized Participant facendo quindi abbassare gli oneri di gestione dell'ETF. Infatti, se l'investitore intende estinguere la propria quota può

farlo attraverso il mercato secondario, senza impattare sul patrimonio del fondo il quale non sarà costretto a vendere i titoli detenuti per soddisfare l'ammontare delle quote dell'investitore.

2.2.2 I Costi dell'ETF

La diffusione degli ETF negli anni è da attribuire principalmente ai bassi costi dovuti alla gestione passiva che li contraddistingue. Difatti, questo tipo di gestione che non deve remunerare le competenze del manager, come nei fondi di investimento attivi, permette di ridurre il costo ad una percentuale quasi trascurabile che ad oggi oscilla da un minimo di 0,09% ad un massimo dello 0,75%.

Le percentuali sopra riportate sono le componenti di costo stabili in un ETF e sono rappresentate dal TER ovvero il costo annuo del fondo, che è composto da una serie di voci "certe" rappresentate dal costo di amministrazione e dai costi di custodia. A questo costo fisso vanno però considerati una serie di costi "nascosti" che incidono direttamente sulla performance del fondo.

Il primo di questi oneri nascosti è dato dal costo di ribilanciamento che serve per coprire tutti quegli oneri causati dalla compravendita del sottostante, inerenti alla ricalibrazione della composizione del portafoglio titoli del fondo, fondamentale nel momento in cui si riproduce un indice.

Un altro tipo di costo che impatta direttamente sull'investitore è lo spread bid/ask, difatti come per la negoziazione di una qualsiasi attività in Borsa anche per l'acquisto di un quota dell'ETF esiste una differenza di prezzo a cui il fondo è acquistato o venduto. Questa differenza è data dal prezzo Bid (denaro) il prezzo a cui un acquirente desidera acquistare un' attività e il prezzo Ask (lettera) ovvero il prezzo a cui un venditore desidera liquidare un attività, la quale più sarà ampia e più impatterà sull'acquisto del fondo. A tale proposito però è da sottolineare che la Borsa Italiana assicura la liquidità del segmento ETFplus prevedendo la presenza costante di due operatori, lo Specialist e il Liquidity Providers, che sono due soggetti obbligati ad esporre in via continua, ordini di negoziazione in acquisto ed in vendita in modo da assicurare la liquidità del mercato.²⁵

Gli emittenti degli ETF ,inoltre, hanno la possibilità di ridurre il costo effettivo del fondo applicando una politica di prestito titoli. Questo sistema ha lo scopo di generare un rendimento extra dalla cessione dei titoli sottostanti all'indice di riferimento che andrà a beneficio di tutti i possessori del fondo facendo però aumentare il rischio in capo ai sottoscrittori.

Come detto in precedenza i costi sopra elencati sono costi "nascosti" che impattano sulla performance del fondo, tuttavia, c'è un modo per poterli misurare. Infatti, grazie al tracking error siamo in grado di determinare quanto il

²⁵ Borsa Italiana, *Il mercato degli ETF e degli ETC/ETN: trasparenza e liquidità*, 2016

rendimento di un fondo si distanzi dalla performance del proprio benchmark in modo da calcolare quanto i costi nascosti incidono sul fondo. Va però evidenziato che possono esserci altri fattori diversi dai costi, che possono influire sulla differenza di performance del fondo rispetto al proprio benchmark, come ad esempio il tipo di campionamento dei titoli sottostanti (che approfondiremo nel paragrafo successivo), che non ci permettono di usare appieno questo strumento per questo scopo.

2.3 LE SUDDIVISIONI DI UN ETF: REPLICA E CLASSI DI INVESTIMENTO

A fronte dell'evoluzione della domanda da parte degli investitori e lo scopo di continuare a mantenere il valore delle commissioni basse, ma consegnando comunque una performance molto vicina a quella del benchmark, i gestori degli ETF, negli anni, hanno dovuto evolvere i propri strumenti adattandosi al mercato. Questo ha contribuito all'evoluzione di fondi con differenti tipi di repliche e di asset allocation approfonditi qui di seguito.

2.3.1 Strategie di replica

Esistono principalmente due strategie di replica, quella fisica e quella sintetica. La prima può essere suddivisa ulteriormente in: replica completa e replica

campionaria. Invece, riguardo la replica sintetica abbiamo due modelli basati sul tipo di swap ovvero: swap funded e swap unfunded.

Negli ETF di tipo fisico, la scelta fra le due modalità di replica dipende principalmente dal costo associato al tipo di indice che si intende seguire.

Infatti, nella replica completa, il gestore degli ETF acquista tutti i titoli sottostanti l'indice di riferimento, replicandoli con le stesse ponderazioni, in modo tale che la performance del fondo risulti sempre in linea con quella del benchmark.²⁶

Solitamente questa tecnica viene utilizzata quando i titoli dell'indice sono numericamente modesti e sono caratterizzati da un'elevata liquidità, in modo tale da ottimizzare al meglio i costi dell'ETF. Il principale vantaggio di questa tecnica è dato dalla trasparenza che l'investitore riesce ad ottenere sull'asset allocation e dalla sicurezza di performance del fondo, difatti, detenendo gli stessi strumenti dell'indice di riferimento, il fondo dovrebbe avere un tracking error molto basso. Altro elemento a favore di questo tipo di replica è dato dalla mancanza del rischio di controparte, a patto che il gestore non attui operazioni di prestito titoli.

Questa modalità di replica però non è esente da svantaggi rappresentati da costi più elevati causati dalle transazioni di ribilanciamento che confluiscono sull'investitore

²⁶ Naumenko, K. e Chystiakova, O., *An Empirical Study on the Differences between Synthetic and Physical ETFs*, International Journal of Economics and Finance, 2015

tramite l'aumento del TER, o in maniera implicita con il peggioramento del tracking error.

Per avere quindi un minor impatto sui costi e per poter replicare indici con panieri di titoli più ampi, spesso viene usato il secondo metodo, ovvero, quello a campionamento. Con questo criterio si vanno a selezionare solo alcuni titoli facenti parte del benchmark, prendendo come riferimento la loro capitalizzazione di mercato o criteri fondamentali e settoriali. In questo caso il rischio è caratterizzato dalla scelta dei titoli presi in riferimento, in quanto se la strategia adoperata non risulta corretta si incorre in un tracking error più ampio.

La strategia di replica sintetica invece, si basa sulla stipula di contratti derivati, nello specifico di operazioni swap, dove il gestore dell'ETF conclude un accordo con un intermediario finanziario con lo scopo di ricevere il rendimento del benchmark che intende replicare in cambio di una commissione.

Questo tipo di strategia è molto utilizzata per tutti quegli ETF che intendono replicare indici illiquidi, in quanto possono essere tracciati con più semplicità e avere costi più bassi. Inoltre, questa strategia protegge gli investitori da scontamenti del tracking error a cui la strategia a replica fissa gli esporrebbe, ma allo stesso tempo, aumenta il rischio di controparte (dato dal mancato adempimento da parte

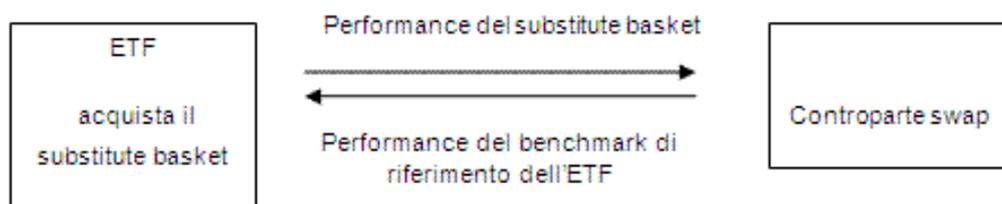
della controparte di fornire la performance dell'indice di riferimento) in capo agli investitori²⁷.

Il modello swap unfunded è stato il primo modello in Europa a replica sintetica. Quest'ultimo utilizza la liquidità dei sottoscrittori dell'ETF per acquistare un paniere di titoli, noto come substitute basket, utilizzato per scambiare la performance di questo basket con la controparte swap in cambio della performance di un indice (al netto delle commissioni) scelto dall'ETF come benchmark (vedi fig. 2.4). Il substitute basket può essere composto da titoli diversi da quello dell'indice di riferimento purché sia conforme ai requisiti di diversificazione della direttiva UCITS. Inoltre, quest'ultima, tutela gli investitori ponendo un limite di investimento in strumenti derivati da parte dei fondi pari al 10% del valore del NAV per singola controparte, ovvero, il NAV del basket sostitutivo dovrebbe ammontare ad un massimo del 90% del NAV dell'ETF cosicché in caso di inadempienza da parte della controparte swap i detentori del fondo sono in grado di recuperare parte dell'investimento.²⁸

²⁷ Hurlin, C., Iseli, G., Pérignon, C. and Yeung, S., *The counterparty risk exposure of ETF investors*, 2017

²⁸ Borsa Italiana, *La replica sintetica degli ETF: cos'è e come funziona*, <https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/modalitadireplicaetf/replicasintetica/replicasintetica.htm>

Figura 2.4: Modello Swap unfunded



Fonte: Borsa italiana

Invece, nel modello swap funded la liquidità degli investitori non viene utilizzata per costruire un paniere sostitutivo (come avviene nel swap unfunded) ma bensì viene trasferito interamente alla controparte swap. Quest'ultima, per mitigare il rischio controparte, apporta dei titoli a garanzia delle obbligazioni assunte, presso una banca depositaria a nome della controparte. (vedi fig.2.5)

Figura 2.5: Modello swap funded



Fonte: Borsa italiana

2.3.2 Categorie di ETF

Il mondo finanziario negli anni, in seguito alla sempre più personalizzate esigenze della clientela, ha subito un cambiamento radicale, permettendo l'accesso a nuovi strumenti in mercati e settori prima inaccessibili.

Da queste esigenze nasce il mercato degli ETP che, come visto in precedenza, si suddivide in ETF, ETC ed ETN.

Soffermandoci sugli ETF, sappiamo che il loro obiettivo è quello di replicare quanto più possibile le performance di uno specifico indice. Ad oggi, queste caratteristiche, gli hanno permesso di essere riconosciuto come “investimento a gestione passiva”.

La loro così larga diffusione nel mondo ha portato ad una significativa innovazione del prodotto, che va oltre il normale approccio indicizzato, facendo nascere nuove forme di ETF che spaziano da quella a gestione attiva a quella focalizzata sulle materie prime fino a ETF inversi e a leva²⁹.

Gli ETF a gestione attiva, come lascia percepire la parola stessa, differiscono da quelli che abbiamo conosciuto in questo capitolo, in quanto il gestore del portafoglio non si limita solo a replicare un indice di mercato, ma gestisce attivamente le attività del portafoglio dell'ETF. La loro composizione li rende praticamente uguali ai fondi di investimento attiva, ciononostante riescono a mantenere un costo molto più basso in confronto a questi ultimi.

²⁹ Vanguard, *Panoramica dei tipi di prodotti negoziati in borsa, 2022*
(<https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>)

Soffermandoci invece sugli ETF inversi e gli ETF a leva, possiamo affermare che sono caratterizzate entrambi da una replica sintetica, ma il primo mira a offrire rendimenti opposti all'indice e il secondo a fornire multipli del benchmark. Va sottolineato inoltre, che questi tipi di ETF sono strumenti altamente rischiosi, infatti, sono utilizzati da un gruppo estremamente ristretto e con elevate competenze in quanto caratterizzati da una elevata volatilità e concepiti per raggiungere obiettivi giornalieri.

Altro strumento apparso di recente sono gli ETF sulle materie prime, che traggono il loro rendimento replicando un indice sulle commodity. Su quest'ultimo strumento bisogna però fare una considerazione ulteriore, infatti, gli ETF sulle materie prime possono risultare simili agli ETC, ma la loro differenza risiede in ciò che replicano, ovvero, pur focalizzandosi entrambi sulla stessa categoria di indice, risultano strumenti differenti.

Gli ETC, infatti, sono strumenti di debito e grazie a questa caratteristica possono superare i limiti imposti dalle regole europee inerenti al divieto di concentrazione del patrimonio su un'unica attività, permettendogli quindi di investire su un singolo strumento finanziario, riguardante l'ambito delle commodity (ovvero: oro, petrolio, ecc..) ³⁰.

³⁰ Riedl P, *Che cosa sono gli ETC? Semplice spiegazione sugli ETC*, justetf

Gli ETN, anch'essi titoli di debito, vengono costruiti con il fine di replicare indici di diversa natura (ad esclusione delle materie prime) attraverso l'investimento diretto in contratti derivati sul sottostante stesso.

Questo strumento risulta simile ad un ETF a replica sintetica, tuttavia, quest'ultimo è sottoposto solo in parte al rischio emittente, in quanto può contare sulla proprietà diretta di un paniere di titoli messo come collaterale, l'ETN al contrario, essendo un titolo di debito, concorre in pieno al rischio di controparte.

CAPITOLO 3

PERCHE' INVESTIRE IN ETF

3.1 VANTAGGI DI UN ETF

Come visto nel capitolo precedente i fondi comuni di investimento e gli ETF hanno la stessa finalità, ovvero, quella di offrire agli investitori la possibilità di potersi esporre in determinate aree e segmenti di mercato. Non sorprende quindi, che nel loro confronto ci siano molte somiglianze.

Entrambi, infatti, sono regolamentati come società di investimento ai sensi della direttiva sugli organismi d'investimento collettivo in valori nominali (OICVM)³¹ e quindi soggetti alle stesse regole, inoltre, ambedue sono utili per creare un portafoglio diversificato grazie alla possibilità di investire in vari settori specifici e classi di attività diverse con l'acquisto di un'unica quota del fondo.

Ciononostante, gli ETF godono di numerose caratteristiche che rendono tali prodotti più attraenti per gli investitori.

³¹ Direttiva del Consiglio Europeo del 13 luglio 2009 (2009/65/CE) concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari.

In primis abbiamo i costi ridotti, difatti, essendo fondi indicizzati la loro costruzione genera meno commissioni paragonati ai fondi di investimento a gestione attiva, la stessa cosa vale se si analizza un ETF con un fondo di investimento a gestione passiva, anche in questo caso l'ETF risulterà sempre più economico in quanto soggetto a meno costi sia impliciti che espliciti.

Altro elemento a favore degli ETF è la trasparenza, infatti, grazie alla loro struttura passiva è possibile sapere giornalmente la composizione di tutti i titoli presenti nel patrimonio, cosa che al contrario non succede con i fondi comuni di investimento che per legge devono pubblicare la loro composizione solo trimestralmente di conseguenza, nel periodo tra un trimestre e l'altro c'è un vuoto di informazioni, soprattutto se si tratta di fondi attivi, in quanto la mancanza di indicazioni è dovuta alla volontà dei gestori di tener segreta la strategia adoperata dal fondo.

Anche la liquidità e la semplicità di accesso alla negoziazione sono caratteristiche a vantaggio degli ETF, tali da garantire un'elevata liquidità e una rapida liquidabilità delle posizioni prese oltre alla possibilità di ingrandire la varietà di asset class a disposizione dell'investitore, grazie all'accesso facilitato a mercati formati da materie prime o metalli preziosi. Inoltre, la presenza di Authorized Participant garantisce che il valore dell'ETF sul mercato secondario sia approssimativamente lo stesso valore del NAV, ovvero dei titoli sottostanti il portafoglio.

Questi ultimi due vantaggi descritti andranno col passare del tempo scomparendo, in quanto, come visto in precedenza, dal 2018 nasce su Borsa Italiana il segmento

ATFunds che difatti va a conferire ai fondi di investimento quotati gli stessi vantaggi derivanti dalla negoziazione degli ETF sul mercato.

Allo stesso modo va però sottolineato che ad oggi, 28 maggio 2022 dai dati di Borsa Italiana sappiamo che i fondi aperti quotati risultano solo 86, contro i 1633 Exchange Traded Products, di conseguenza, anche se questi elementi distintivi andranno nel corso degli anni scemando, ad oggi giocano un ruolo ancora determinante nella scelta di un ETF.

3.2 PERCHE' È COSÌ DIFFICILE BATTERE IL MERCATO?

Come visto nei capitoli precedenti la scelta tra ETF e fondo di investimento si riduce tutta sulla variabile costo. Quindi, se prendiamo come riferimento i fondi attivi è logico pensare che i gestori, alcune delle persone più intelligenti, più pagate e meglio informate del pianeta, debbano essere in grado di utilizzare queste risorse per creare un risultato favorevole per gli investitori in modo tale da farli propendere verso questo tipo di strumento, anche se caratterizzato da costi elevati. Analizzando i dati della letteratura in merito a questo argomento, osserviamo che la loro capacità nel creare rendimento aggiuntivo non è mai stata supportata da prove empiriche, infatti, in media i gestori di fondi attivi hanno costantemente sottoperformato il mercato.

Il documento di William Sharpe del 1991 “The Arithmetic of Active Management”³² è un ottimo punto di partenza per spiegare la sfida che i manager attivi devono affrontare.

All’interno del documento viene spiegato come, al netto dei costi, il rendimento di un fondo a gestione attiva difficilmente batte un fondo a gestione passiva.

Nello specifico, il rendimento medio dei gestori passivi è per definizione uguale al rendimento del mercato, allo stesso tempo però, dato che il mercato globale è formato da manager passivi ma anche da manager attivi, è logico pensare che anche quest’ultimi hanno in media lo stesso rendimento di mercato. Seguendo quindi questo ragionamento e non considerando le commissioni, ci aspettiamo che circa la metà dei gestori sia in grado di battere il mercato, ma, aggiungendo le commissioni questo numero si abbassa nella migliore delle ipotesi a meno della metà. È facile quindi intuire che a parità di rendimenti il fondo più vantaggioso è quello che presenta i costi più bassi, ovvero gli ETF.

A convalidare quanto detto sopra è il documento di Fama e French, che studiando un campione di più di 3000 fondi su un periodo temporale compreso tra il 1981 e il 2006 hanno dimostrato che: quando i rendimenti vengono misurati prima dei costi vi è una maggiore evidenza dell’abilità dei manager, ma, al netto dei costi questa

³² Sharpe W. F., *The Arithmetic of Active Management*, The Financial Analysts' Journal Vol. 47, 1991. pp. 7-9

bravura non è più così distinguibile, ed è proprio giungendo alla conclusione che i gestori non sono abbastanza qualificati da riuscire a coprire i propri costi³³.

Una critica a questa tesi è data dall'idea che focalizzandosi su fondi gestiti da manager con elevate competenze essi siano in grado di garantire una performance superiore al mercato.

Anche in questo caso però non ci sono evidenze empiriche a sostegno di questa tesi, infatti, negli anni l'idea dell'abilità manageriale per spiegare la sovra performance del mercato è stata oggetto di svariate ricerche che hanno portato alla seguente conclusione: la persistenza nei rendimenti dei fondi a gestione attiva è data da fattori comuni, come i rendimenti delle azioni (il fattore momentum³⁴) e i costi di investimento, ma non dalla gestione del manager.³⁵

Quindi, dato che non c'è nessuna prova a sostegno delle abilità dei gestori, è probabile che i manager che hanno ottenuto una performance positiva siano stati solo fortunati, e di conseguenza, trovare gestori che hanno fatto bene in passato e continueranno a fare bene in futuro è un azzardo non una garanzia.

³³ Fama E., French K. R., *Luck Versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns*, Tuck School of Business Working Paper No. 2009-56, 2009

³⁴ il fattore "momentum" si basa sull'assunto che le azioni il cui prezzo è recentemente aumentato potrebbero continuare ad aumentare a seguito dell'"effetto gregge"

³⁵ Carhart M. M., *On Persistence in Mutual Fund Performance*, *The Journal of Finance* Vol 52, pagg. 57-82, 1997.

Ad oggi sappiamo che la maggior parte delle azioni mondiali sono di proprietà di istituzioni, quindi, la maggior parte degli scambi sono una scommessa tra due professionisti altamente qualificati con un livello di concorrenza molto elevato e man mano che i gestori sono sempre più competenti, la fortuna diventa sempre più importante come determinante del loro successo.

A supportare questa idea, è il documento del 2014 di Pastor, Stambaugh e Taylor³⁶ scoprendo che la dimensione crescente del settore dei fondi a gestione attiva ha un impatto negativo sulla loro performance e che una concorrenza più qualificata sta rendendo sempre più difficile generare rendimenti più elevati. Infatti, nonostante l'aumento di competenze, la performance media dei fondi non è aumentata. Secondo gli autori, le cause sono attribuibili ai rendimenti di scala decrescenti che si creano all'aumentare del patrimonio del fondo.

A sostegno di questa tesi è il paper di Harvey e Liu³⁷ che dimostra come l'aumento di dimensione del fondo rende sempre più difficile per il gestore battere il benchmark, in particolare scoprono che per un fondo medio che raddoppia la sua dimensione in un anno, il suo Alpha scende di circa 20 punti base, impattato in maniera significativa sia dal punto di vista statistico che economico.

³⁶ Pastor L. Stambaugh R. F. & Taylor A. L., *Scale and skill in active management*, National Bureau of Economic Research, 2014

³⁷ Harvey C. R. & Liu Y., *Does Scale Impact Skill*, Duke I&E Research Paper No. 2016-46, 2016

Dai paper sopra citati ne deriva che trovare un manager che sarà costantemente al di sopra della media è estremamente difficile, dato l'ambiente di oggi sempre più competitivo. Anche se un manager riesce a generare rendimenti più elevati, il suo successo sarà la sua stessa rovina, questo perché crescendo, l'abilità del gestore diventa meno utile o addirittura inutile a causa dell'elevata mole di denaro che deve essere investita. Infatti, per un manager esperto trovare alcuni buoni titoli in cui investire qualche milione di dollari è relativamente facile, ma un fondo che ha a disposizione miliardi di dollari da investire potrebbe avere difficoltà a differenziarsi dal mercato. Quando ciò accade gli investitori in quel fondo finiscono con un fondo indicizzato molto costoso.

C'è un'altra ragione meno ovvia per cui i gestori attivi riscontrano così tanti problemi nel battere il mercato.

Dalla ricerca pubblicata nel 2017 da Heaton, Polson e Witte³⁸ sappiamo empiricamente che: un piccolo numero di azioni in un indice tende a guidare la performance di quell'indice; quindi, provare a selezionare i titoli aumenta notevolmente la probabilità di sottoperformare il benchmark. Difatti quando si tenta di selezionare azioni in un indice nel tentativo di batterlo, la probabilità di sottoperformare il benchmark è maggiore della probabilità di sovraperformarlo.

³⁸ Heaton J. B., Polson N. G. & Witte J. H., *Why Indexing Works*, Applied Stochastic Models in Business and Industry 33 (6), pp. 690-693, 2017.

Nel presente articolo, gli autori mostrano un esempio molto semplice, che spiega la sfida a cui i gestori attivi vanno incontro nel momento della scelta di un'azione.

Si dispone di un indice composto da cinque titoli e supponiamo che in un determinato periodo di tempo, quattro di essi restituiscano il 10% e uno il 50%. I manager che intendono attuare una gestione attiva, utilizzano questi titoli, per creare portafogli composti da uno o due di essi (con stesso peso di ponderazione) ottenendo infine un insieme di quindici possibili portafogli gestiti attivamente. Dieci di questi quindici portafogli guadagneranno un rendimento del 10% a causa dell'omissione dell'azione con il rendimento del 50% e cinque dei quindici portafogli guadagneranno un rendimento tra il 30% e il 50% in seguito alla detenzione dell'azione, con un rendimento maggiore a seconda che sia un portafoglio con uno o due titoli.

Proprio come ci si aspetterebbe dalla teoria di Sharpe sopra citata, la media dei rendimenti dei portafogli di tutti i gestori attivi è uguale al ritorno del mercato. Infatti, in questo esempio il rendimento medio dei titoli dell'indice e il rendimento di tutti i portafogli dei gestori di fondi attivi è uguale al 18% (al lordo delle commissioni).

Esaminando però ogni portafoglio, osserviamo che i due terzi di quelli gestiti attivamente sottoperforma l'indice a causa della mancata detenzione del titolo con ritorno più alto che al contrario è sempre inclusa nell'indice.

Da questo esempio concludiamo che anche se si è in grado di trovare un gestore attivo con commissioni esigue, c'è una probabilità relativamente bassa che sia in grado di fornire prestazioni superiori al mercato.

Le commissioni generalmente sono responsabili della sistematica sottoperformance dei gestori attivi, ma questa ricerca dimostra un altro grande ostacolo che deve essere superato per battere il mercato. Infatti, se i gestori attivi escludono una percentuale relativamente piccola di titoli con le migliori performance corrono un rischio significativamente elevato di sottoperformare il mercato.

3.2.1 Falsi miti sugli ETF

Come visto in precedenza gli investitori scegliendo fondi a gestione attiva vanno incontro a costi e rischi non indifferenti, ciononostante ad oggi il loro utilizzo è ancora largamente diffusi a discapito degli ETF.

Dietro la scarsa espansione di questi strumenti ci sono spesso false credenze messe in circolo da banche e promotori finanziari che portano gli investitori a non prenderli in considerazione.

Tra le prime false credenze emerse da un articolo di Altroconsumo³⁹ è presente l'idea, che gli ETF siano più rischiosi dei fondi comuni.

³⁹ Altroconsumo, Leggende metropolitane, 15 ottobre 2018

<https://www.altroconsumo.it/investi/investire/mercati-e-valute/analisi/2018/10/leggende-metropolitane>

La premessa di questo argomento è che quando si possiede l'intero mercato, si ottengono tutti gli alti e tutti i bassi che il mercato offre. L'alternativa proposta è ovviamente quella di investire tramite un gestore attivo che è in grado di orientarsi sul mercato ed utilizzare le proprie analisi e intuizioni per proteggere l'investitore da un ribasso.

Dal punto di vista teorico questa argomentazione appare molto più logica che optare per fondi indicizzati (ETF) e quindi essere esposti all'intero mercato, ma l'idea non regge nel momento in cui si vanno ad analizzare i dati. Infatti, a seguito dello studio condotto da Vanguard nel 2018 (vedi grafico 3.1) sulla percentuale di gestori attivi che riescono a sovraperformare il mercato durante cicli positivi e cicli negativi, osserviamo che oltre il 50% dei gestori attivi riesce a fare meglio dell'indice di riferimento durante alcuni mercati ribassisti, ma in altri mercati ribassisti meno del 50% riesce ad ottenere gli stessi risultati dell'indice⁴⁰.

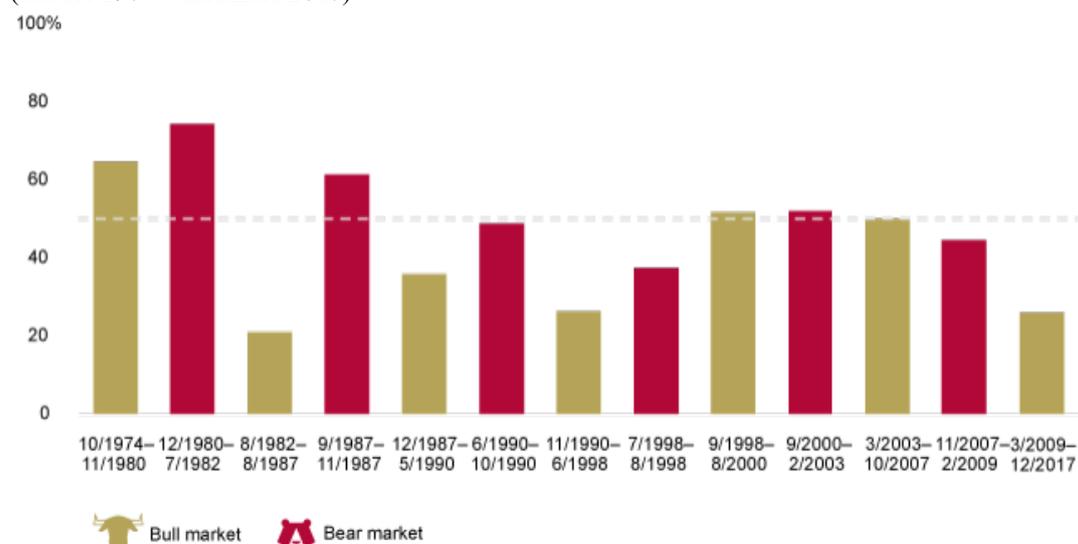
Da questo ne desumiamo che se i fondi attivi non offrono alcuna protezione quando le azioni scendono, non vi è alcuna base per affermare che gli ETF siano un investimento relativamente rischioso. Inoltre, la gestione attiva introduce anche un altro elemento di rischio, difatti per assumersi il rischio di mercato gli investitori si aspettano un rendimento positivo, in altre parole il rischio del mercato è un rischio valutato. Al contrario, un gestore attivo si assume sia il rischio di mercato ma si

⁴⁰ Tidmore C., *Myth: Active management performs better in bear markets*, Vanguard, 2018

assume anche il rischio attivo, ovvero, il rischio che le loro intuizioni finiscano per dare i loro frutti. Il rischio attivo però non è un rischio valutato, si può quindi affermare che la gestione attiva è molto più rischiosa dell'investimento in ETF in quanto introduce un ulteriore livello di rischio.

Figura 3.1: Percentuale di gestori attivi che sovraperformano il mercato durante periodi Bear market e Bull market

(ottobre 1974 – dicembre 2017)



Fonte: Vanguard

Un altro falso pensiero che viene utilizzato per screditare gli ETF è che con il suo acquisto si replica l'intero l'indice che comprende sia titoli performanti che non performanti, al contrario con il giusto manager si riescono a selezionare solo azioni buone evitando quelle cattive.

Questo è un altro mito senza nessun dato a sostegno. Tralasciando il concetto del “titolo buono” in quanto non c’è un vero modo per identificarlo, come visto in precedenza la realtà è che il mercato è guidato da un numero relativamente piccolo di titoli, ed è quasi impossibile selezionarli in anticipo, inoltre, quando i fautori della gestione attiva danno queste ragioni per screditare i fondi indicizzati è sempre sulla base che la gestione attiva è superiore. Lo Spiva scored⁴¹ che mostra la percentuale dei fondi che sono stati in grado di battere il mercato in un determinato periodo di tempo, ci dice il contrario.

Come è possibile notare dalla tabella 3.2 la grande maggioranza dei fondi americani gestiti attivamente non è stata in grado di battere il proprio indice di riferimento su periodi di 1, 2, 3, 5 e 10 anni. Questi dati non cambiano se al contrario andiamo ad analizzare fondi più vicini geograficamente, infatti, dalla tabella 3.3 si può osservare come più dell’80% dei fondi analizzati non riesca a sovraperformare S&P Europe 350, che in questo caso viene preso come indice di riferimento.

⁴¹ <https://www.spglobal.com/spdji/en/research-insights/spiva/#us>

Tabella 3.2: Percentuale di fondi americani che sottoperformano il benchmark

| FUND CATEGORY | COMPARISON INDEX | 1 YR (%) | 3 YRS (%) | 5 YRS (%) | 10 YRS (%) |
|------------------|---------------------|----------|-----------|-----------|------------|
| Large-Cap | S&P 500® | 85.07 | 67.85 | 74.10 | 83.07 |
| Mid-Cap | S&P MidCap 400® | 61.87 | 52.94 | 59.22 | 72.45 |
| Small-Cap | S&P SmallCap 600® | 70.54 | 51.49 | 63.26 | 79.23 |
| Multi-Cap | S&P Composite 1500® | 80.30 | 71.10 | 71.83 | 87.25 |
| Domestic Equity | S&P Composite 1500® | 79.63 | 71.81 | 75.07 | 86.10 |
| Large-Cap Growth | S&P 500 Growth | 98.64 | 74.46 | 67.61 | 87.34 |
| Large-Cap Core | S&P 500® | 78.82 | 76.27 | 87.37 | 92.93 |

Fonte: S&P Global

Tabella 3.3: Percentuale di fondi europei che sottoperformano il benchmark

| FUND CATEGORY | COMPARISON INDEX | 1 YR (%) | 3 YRS (%) | 5 YRS (%) | 10 YRS (%) |
|-----------------|------------------|----------|-----------|-----------|------------|
| Europe Equity | S&P Europe 350 | 74.79 | 62.22 | 72.63 | 83.23 |
| Eurozone Equity | S&P Eurozone BMI | 65.43 | 72.47 | 83.36 | 93.20 |
| Nordic Equity | S&P Nordic BMI | 71.43 | 71.43 | 91.67 | 82.61 |
| France Equity | S&P France BMI | 83.33 | 71.69 | 93.18 | 92.86 |
| Germany Equity | S&P Germany BMI | 40.45 | 49.48 | 62.64 | 76.34 |
| Italy Equity | S&P Italy BMI | 32.69 | 76.27 | 77.36 | 78.18 |
| Spain Equity | S&P Spain BMI | 45.88 | 75.82 | 76.74 | 83.33 |

Fonte: S&P Global

3.2.2 Performance dei fondi europei

Anche nell'ambito della letteratura italiana sono stati svolti svariati studi in merito alla performance dei fondi attivi che vanno a confermare quanto detto in precedenza.

Fra questi ricordiamo quello di Barucci ⁴² con l'analisi nel periodo tra il 1997 e il 2006 di fondi sia Italiani che esteri, che dimostrano empiricamente come al lordo dei costi i fondi italiani hanno ottenuto performance positive solo nel periodo tra il 2004 e il 2006 e i risultanti prossimi allo zero nei periodi restanti dell'analisi. Inoltre, analizzando i rendimenti al netto dei costi gli autori osservano alpha negativi con conseguente sottoperformance dei titoli analizzati in merito al benchmark di riferimento.

Un'altra analisi più recente è quella di Mediobanca,⁴³ dove anche se applicata su più di 1000 fondi aperti di diritto italiano (quindi non specifica per fondi attivi) mostra un risultato a dir poco scioccante, difatti confrontando il tasso risk free dato dal rendimento dei BOT a 12 mesi con il rendimento medio derivante dai fondi annualizzati, si scopre che su un periodo superiore ai 10 anni si hanno differenze negative, ovvero si riesce ad ottenere un profitto maggiore investendo in BOT anziché nei fondi comuni aperti. Lo stesso risultato è ottenuto selezionando solo i

⁴² Barucci E., *Raccolta e performance dei fondi comuni di investimento in Italia*, Assogestioni Working paper, 2007.

⁴³ Ufficio Studi Mediobanca, *Indagine sui fondi e SICAV italiani*, 2016

fondi azionario dal pool dei fondi utilizzati per l'analisi, anche in questo caso avremo una differenza pari a -10,4% tra Bot e azionario, percentuale che cresce aumentando l'orizzonte temporale. (vedi tabella 3.4 e figura 3.5)

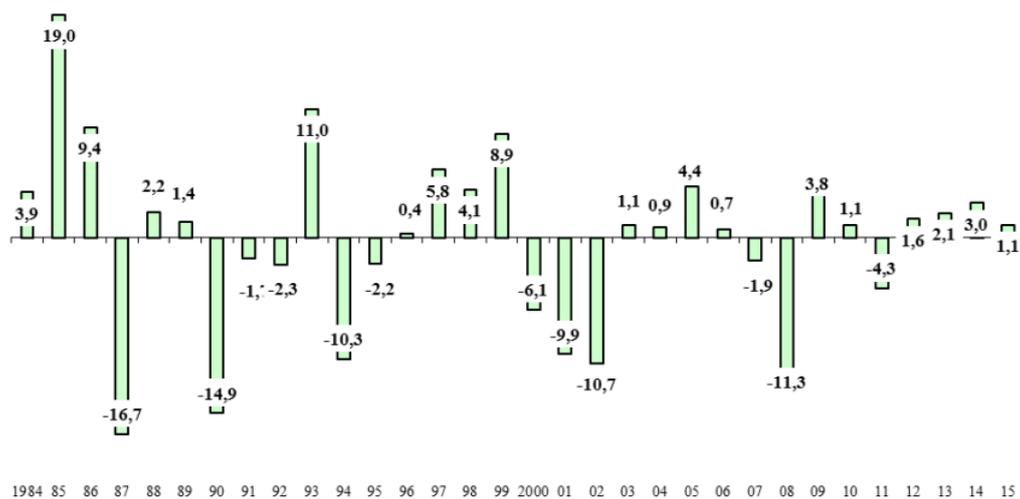
Tabella 3.4: Fondi comuni aperti: rendimenti al netto delle imposte

| | nel 2015 | ultimi 5 anni dal 2011 al 2015 | | ultimi 10 anni dal 2006 al 2015 | | ultimi 15 anni dal 2001 al 2015 | | dalla nascita (32 anni) da inizio 1984 al 2015 | |
|---|-------------|-----------------------------------|------------------|------------------------------------|------------------|------------------------------------|------------------|---|------------------|
| | % | Var. % | % media annua | Var. % | % media annua | Var. % | % media annua | Var. % assoluta | % media annua |
| Tutti i fondi | 1,5 | 13,3 | 2,5 | 18,0 | 1,7 | 15,9 | 1,0 | 414,9 | 5,3 |
| BOT a 12 mesi | 0,4 | 9,7 | 1,9 | 23,7 | 2,2 | 40,9 | 2,3 | 498,2 | 5,8 |
| <i>Differenza</i> | <i>1,1</i> | <i>3,6</i> | <i>0,6</i> | <i>-5,7</i> | <i>-0,5</i> | <i>-25,0</i> | <i>-1,3</i> | <i>-83,3</i> | <i>-0,5</i> |
| | | | | | | | | dalla nascita (32 anni) da inizio 1984 al 2015 | |
| Fondi azionari | 6,1 | 22,7 | 4,2 | 13,3 | 1,3 | -13,0 | -0,9 | 358,9 | 4,9 |
| <i>Indice Mediobanca Total Return *</i> | <i>14,8</i> | <i>24,7</i> | <i>4,5</i> | <i>-5,1</i> | <i>-0,5</i> | <i>7,5</i> | <i>0,5</i> | <i>1.209,3</i> | <i>8,4</i> |

Fonte: Ufficio Studi Mediobanca

Figura 3.5: Totale fondi contro BOT

(differenza tra % dei fondi e rendimento % dei BOT a 12 mesi)



Fonte: Ufficio Studi Mediobanca

3.3 COME SELEZIONARE UN ETF

Dai dati analizzati in precedenza abbiamo capito che tra un fondo d'investimento attivo e un ETF è molto più sicuro scegliere quest'ultimo strumento perché le caratteristiche di costruzione permettono di ottenere lo stesso rendimento di mercato.

Quindi, anche se è da preferire un investimento in ETF, la scelta di quest'ultimo deve essere fatta seguendo varie accortezze in modo tale da non andare incontro a costi e rischi maggiori.

La selezione dello strumento adatto passa tramite il processo di analisi delle esigenze dell'investitore e viene attuata tenendo conto, nel momento della selezione, dei criteri oggettivi e dei criteri soggettivi presenti in merito a questa scelta⁴⁴.

Un prima caratteristica oggettiva da osservare nel momento della selezione dell'ETF è data dalla sua dimensione, rappresentata dalla capitalizzazione di mercato. Più quest'ultima è elevata più il fondo è liquido e più ha volumi di negoziazione cospicui che si traducono in bid/ask spread limitati. Ovvero è più facile trovare una controparte a cui vendere/acquistare e si hanno condizioni di contrattazione più agevolate. Solitamente è consigliabile investire in fondi che abbiano almeno un'attività di gestione superiore ai 100 milioni di euro, in modo

⁴⁴ Riedl D., ETF: come scegliere quello giusto suggerimenti e consigli utili, JustETF.

tale che l'ETF possa essere gestito in modo efficiente e non vada incontro a chiusure.

Difatti può succedere che qualora il fondo non riesca a raccogliere in 12 mesi un quantitativo sufficiente di denaro per la corretta gestione, questo venga liquidato completamente.⁴⁵ Collegandoci a quest'ultima informazione il secondo elemento a cui prestare attenzione durante la scelta dell'ETF è il fattore vita del fondo, infatti, come visto in precedenza, se il fondo risulta troppo “giovane” può andare incontro al rischio chiusura, di conseguenza è preferibile optare per fondi con almeno uno storico di 3 anni in modo tale da poter avere anche più informazioni in merito al suo andamento.

Come visto nei capitoli precedenti uno dei vantaggi indiscussi degli ETF sono i bassi costi, i quali rappresentano un elemento fondamentale durante la scelta dell'ETF.

Ad oggi, grazie alle leggi Europee che obbligano la presenza e la standardizzazione del modello di rappresentazione dei costi (documento informativo e KID), il fruitore finale riesce a trarne vantaggio nel momento del confronto in quanto il paragone risulta facilitato. Un altro elemento che lavora in parallelo ai costi è la differenza del tracking error, infatti, più quest'ultima è bassa e più il fondo riesce a

⁴⁵ Riedl D., *La dimensione conta quando si parla di ETF*, JustETF, 2021

replicare l'indice di riferimento ottenendo dei rendimenti i più vicini possibili a quelli del benchmark, che si traducono in costi minori per l'investitore.

Oltre i criteri oggettivi sopra elencati, la scelta dell'ETF passa anche tramite criteri soggettivi che dipendono dalla utilità dell'investitore, nonostante ciò, possiamo indicare anche in questo caso delle preferenze in merito a ciò che è più conveniente scegliere col fine di abbassare costi e rischi⁴⁶.

Il primo criterio soggettivo è caratterizzato dalla modalità di replica, che può variare in funzione del tipo di mercato in cui si investe, infatti, la replica fisica è destinata a mercati più liquidi al contrario della replica sintetica che è consigliabile in mercati meno liquidi. Quindi, a parità di condizioni tra i due criteri è preferibile optare per il primo metodo in quanto ci espone a meno rischi, infatti, nel secondo caso oltre al rischio di mercato si sarebbe esposti anche al rischio controparte data dall'impossibilità della controparte di far fronte ai propri obblighi. Va inoltre sottolineato che utilizzando il criterio a replica fisica, bisogna prestare attenzione all'opzione prestito titoli, altrimenti anche in questo caso saremmo esposti ad un rischio aggiunto.

Il secondo elemento soggettivo a cui prestare attenzione durante la selezione dell'ETF è dato dal modo di ripartizione dei proventi, questi infatti, possono differenziarsi in accumulazione o a distribuzione. A parità di utilità è sempre

⁴⁶ Op. cit. Riedl D.

consigliabile il primo criterio, in quanto consente di reinvestire i profitti e i dividendi provenienti dall'investimento, permettendo quindi di sfruttare l'effetto compound, ovvero, generare ulteriori interessi dai rendimenti reinvestiti ottenendo con il passare del tempo un aumento esponenziale del patrimonio. Al contrario, utilizzando il criterio a distribuzione si andranno ad ottenere delle cedole periodiche dall'ETF che però verranno tassate in base al paese di domiciliazione dell'investitore e generando quindi una crescita del patrimonio lineare. (in Italia la tassazione è del 12,5% per i dividendi derivanti dai titoli di stato e del 26% per i dividendi derivanti dal mercato azionario).

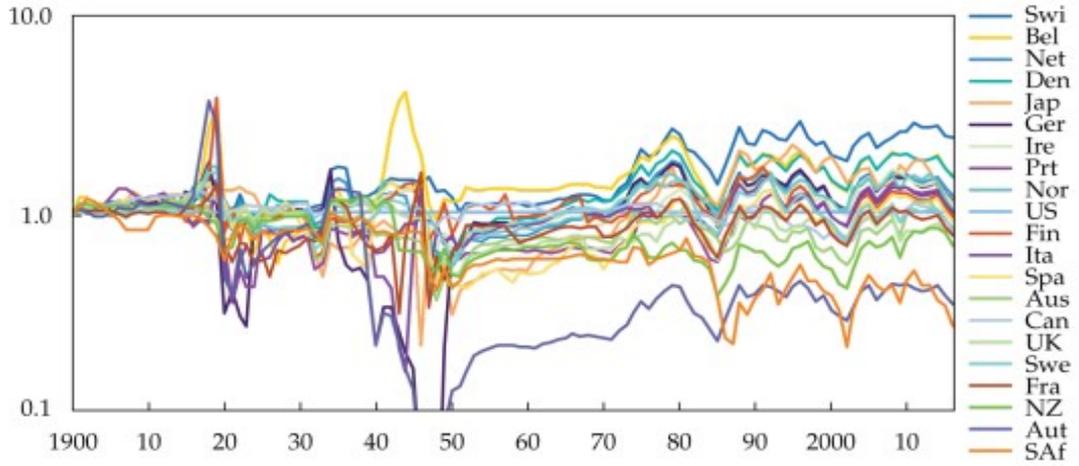
Penultimo elemento inerente ai criteri soggettivi è la domiciliazione del fondo, che impatta sui rendimenti dell'ETF in quanto influenzato da differenti criteri di tassazione. In realtà, oggi giorno in Europa non c'è molta differenza in merito a questa scelta in quanto 87% degli ETF Europei sono domiciliati in Irlanda o in Lussemburgo e godono entrambi delle stesse politiche fiscali e legali. Inoltre, gli ETF domiciliati negli Stati Uniti e in Canada non sono autorizzati alla distribuzione all'interno della Comunità Europea in quanto non soddisfano i requisiti UCITS, ovvero una serie di obblighi imposti dall'UE col fine di tutelare il consumatore. Di conseguenza questa scelta ad oggi non impatta in maniera significativa nella scelta dell'ETF ma va comunque annoverata in quanto in base a vari cambiamenti legislativi e fiscali può impattare sui rendimenti dell'investitore.

Per concludere, come ultimo elemento, ci focalizziamo sulla copertura valutaria dell'ETF, ovvero la fluttuazione di cambio che può intercorrere tra la valuta del fondo e la valuta del paese in cui il fondo è investito. Anche se stiamo facendo riferimento ad un criterio soggettivo, a seguito di vari studi fatti negli anni, si è potuto osservare che questa tipologia di scelta può risultare utile nel breve periodo per sopperire al rischio cambio, ma qualora l'orizzonte temporale dell'investimento sia orientato sul lungo periodo allora è preferibile non coprirsi dal rischio valuta. A sostegno di quanto detto, il paper di Dimson, Marsh & Staunton, in seguito allo studio dei tassi di cambio reali a livello globale fatto tra il 1900 e il 2015 hanno potuto confermare che: anche se presente una leggera volatilità dei tassi, questi ultimi non mostrano una tendenza rialzista o ribassista di lungo periodo. Provando quindi che negli ultimi 115 anni le valute sono aumentate solo in termini di valore relativo e che di conseguenza investire in una valuta piuttosto che in un'altra non avrebbe apportato nessun vantaggio o svantaggio economico⁴⁷.

⁴⁷ Dimson E. Marsh P. & Staunton M., *Long-term asset returns. In: Financial Market History: reflections on the past for investors today*. CFA Institute Research Foundation, Charlottesville, pp. 2-27, 2016.

Figura 3.6: Tassi di cambio reali tra il 1900-2015, dollari per unità di valuta locale.

(1900= 1)



Fonte: CFA Institute Research

CAPITOLO 4

ANALISI QUANTITATIVA TRA FONDI DI INVESTIMENTO ED ETF

4.1 CRITERI DI SCELTA DEL CAMPIONE

L'obiettivo di quest'ultimo capitolo è quello di dimostrare, tramite un processo empirico, il vantaggio che gli ETF godono nei confronti dei fondi comuni di investimento attivi. Per fare questo, sono stati impostati una serie di criteri ed utilizzati una serie di indici di performance, in modo da poter analizzare i vari fondi avendo la stessa base di partenza.

La selezione dei fondi è stata attuata utilizzando il database del sito FondiOnline in modo da prendere in considerazione solo i fondi azionari attivi autorizzati alla commercializzazione in Italia e quindi modellare il risultato dell'analisi per il mercato italiano.

Il dataset risultante è composto da 78 fondi, suddivisi a loro volta in tre sottogruppi e caratterizzati da tre differenti benchmark di riferimento scelti in modo da riuscire a coprire gran parte del mercato globale. Gli indici selezionati a tale scopo sono l'S&P 500 rappresentante l'80% della capitalizzazione di mercato statunitense il MSCI EMU Index raffigurante l'85% della capitalizzazione del mercato Europeo ed infine dal MSCI Emerging Markets Index caratterizzato da tutti i paesi emergenti

che spaziano dall'America Latina all'Asia, con un maggior peso per gli stati come Cina ed India. (vedi tabella 4.1)

Inoltre, col fine di riuscire ad avere un confronto sull'evoluzione delle performance dei fondi attivi nel tempo, sono stati selezionati solo i fondi con una vita uguale o maggiore ai 10 anni, infatti, il periodo preso in riferimento per l'elaborazione dei dati va dal 31 maggio 2012 al 31 maggio 2022.

Oltre questi elementi, altri criteri presi in considerazione durante la creazione del campione sono dati dalla modalità di distribuzione degli utili e dalla valuta del fondo. Queste distinzioni si sono rivelate necessarie per garantire, durante il confronto, una corretta equiparazione dei fondi e degli ETF, in modo da non incorrere in sovraperformance e sottoperformance causate dal tasso di cambio o dal metodo di distribuzione degli utili. Per questo motivo i fondi selezionati sono ad accumulazione e come valuta del fondo è stato scelto il dollaro per gli indici l'S&P 500 e MSCI Emerging Markets Index e l'euro per MSCI EMU Index.

In egual modo la scelta degli ETF è avvenuta usufruendo del database di JustETF e utilizzando gli stessi criteri di selezione usati per i fondi dai quali si è ottenuto, come risultato finale, tre ETF rappresentanti ciascuno uno dei tre indici presi come benchmark di riferimento. (vedi tabella 4.2)

Tabella 4.1: Fondi, Isin e relativi benchmark

| N.F. | NOME DEK FONDO | ISIN | BENCHMARK |
|------|---|--------------|-----------------------------|
| 1 | AB FCP I-Emerging Markets Growth Portfolio A USD | LU0040709171 | MSCI Emerging Markets Index |
| 2 | Allspring(Lux)WW - Emerging Markets Equity Fd A | LU0541501648 | MSCI Emerging Markets Index |
| 3 | Amundi Funds Emerging Markets Eq Focus - F2 USD | LU0557857595 | MSCI Emerging Markets Index |
| 4 | Aviva Investors Global Emerging Mrkts Core A USD | LU0274940138 | MSCI Emerging Markets Index |
| 5 | AXA Rosenberg Global Em Mkts Eq Alpha B USD | IE00B101K096 | MSCI Emerging Markets Index |
| 6 | BGF Emerging Markets Equity Income A2 USD | LU0651946864 | MSCI Emerging Markets Index |
| 7 | BMO LGM Global Em Mkts Growth and Income B | IE00B3BNMF79 | MSCI Emerging Markets Index |
| 8 | Capital Group EM Growth Fund (LUX) B USD | LU0100551489 | MSCI Emerging Markets Index |
| 9 | Comgest Growth Emerging Markets USD Acc | IE0033535182 | MSCI Emerging Markets Index |
| 10 | EVI Irl Parametric Em Mkts A Acc USD | IE00B2NF8N44 | MSCI Emerging Markets Index |
| 11 | Edmond de Rothschild Strategic Emerging A USD | LU1103293939 | MSCI Emerging Markets Index |
| 12 | FAST Emerging Markets A-ACC-USD | LU0650957938 | MSCI Emerging Markets Index |
| 13 | GAM Multistock - Emerging Markets Eq-USD B | LU1112790040 | MSCI Emerging Markets Index |
| 14 | Goldman Sachs EMs Eq Pf Base Acc USD | LU0234572377 | MSCI Emerging Markets Index |
| 15 | Goldman Sachs Mlt-Mgr Em Mkts Equity Pf P Acc | LU0344076905 | MSCI Emerging Markets Index |
| 16 | HSBC GIF Global Emerging Markets Equity AC USD | LU0164872284 | MSCI Emerging Markets Index |
| 17 | Invesco Sustainable EM Structured Eq Fd A | LU0505655729 | MSCI Emerging Markets Index |
| 18 | Janus Henderson Emerging Markets A2 USD | LU0201073169 | MSCI Emerging Markets Index |
| 19 | JPM Emerging Markets Equity A Acc USD | LU0210529656 | MSCI Emerging Markets Index |
| 20 | MFS Meridian Funds-Emerging Markets Equity A1 U | LU0219444832 | MSCI Emerging Markets Index |
| 21 | Mirae Asset GEM Sector Leader Equity A USD | LU0413497198 | MSCI Emerging Markets Index |
| 22 | Ninety One GSF Emerging Markets Equity A Acc US | LU0611395673 | MSCI Emerging Markets Index |
| 23 | Pictet-Emerging Markets-I USD | LU0131725870 | MSCI Emerging Markets Index |
| 24 | Russell Investments Emerging Markets Equity B Acc | IE0003502493 | MSCI Emerging Markets Index |
| 25 | Stewart Investors Gbl Em Mkts Leaders I Acc USD | IE00B0169N27 | MSCI Emerging Markets Index |
| 26 | T. Rowe Price Emerging Markets Equity A USD | LU0133084623 | MSCI Emerging Markets Index |
| 27 | Threadneedle (Lux)-Global Emerging Mkt Eqs AU | LU0143863198 | MSCI Emerging Markets Index |
| 28 | Templeton Emerging Markets A (acc) USD | LU0128522744 | MSCI Emerging Markets Index |
| 29 | UBS Global Emerging Markets Opportunity P USD | IE00B5T8QC31 | MSCI Emerging Markets Index |
| 30 | Vontobel Fund Emerging Markets Equity B USD | LU0040507039 | MSCI Emerging Markets Index |
| 31 | Wellington Emerging Markets Equity USD D Acc Un | IE00B1DS0G39 | MSCI Emerging Markets Index |
| 32 | AB SICAV I-Eurozone Equity Portfolio A EUR | LU0528102642 | MSCI EMU Index |
| 33 | AB SICAV I-Eurozone Equity Portfolio C EUR | LU0528103459 | MSCI EMU Index |
| 34 | Allianz Best Styles Euroland Equity AT-EUR | LU0178439310 | MSCI EMU Index |
| 35 | Allianz Best Styles Euroland Equity CT-EUR | LU0178439666 | MSCI EMU Index |
| 36 | Allianz Best Styles Euroland Equity CT-EUR | LU1883304526 | MSCI EMU Index |
| 37 | AXA Rosenberg Eurobloc Equity Alpha B EUR | IE0004352823 | MSCI EMU Index |
| 38 | AXA Rosenberg Eurobloc Equity Alpha E EUR | IE0034279186 | MSCI EMU Index |
| 39 | BGF Euro-Markets C2 EUR | LU0147386493 | MSCI EMU Index |
| 40 | BGF Euro-Markets D2 EUR | LU0252966485 | MSCI EMU Index |
| 41 | BNP Paribas Euro Equity Classic Cap | LU0823401574 | MSCI EMU Index |
| 42 | Candriam Equities L EMU Innovation C Cap | LU0317020898 | MSCI EMU Index |
| 43 | DPAM B Equities Euroland B | BE0058182792 | MSCI EMU Index |
| 44 | Edmond de Rothschild SICAV Euro Sust Equity A E | FR0010505578 | MSCI EMU Index |
| 45 | G FUND Equity Convictions ISR N C | FR0010271528 | MSCI EMU Index |
| 46 | HSBC GIF Euroland Growth AC EUR | LU0362709346 | MSCI EMU Index |
| 47 | HSBC GIF Euroland Value EC EUR | LU0165081950 | MSCI EMU Index |

| | | | |
|----|--|--------------|----------------|
| 48 | Invesco Euro Equity A EUR Acc | LU1240328812 | MSCI EMU Index |
| 49 | Janus Henderson HF Euroland A2 EUR | LU0011889846 | MSCI EMU Index |
| 50 | JPM Euroland Dynamic D (perf) Acc EUR | LU0661986348 | MSCI EMU Index |
| 51 | Edmond de Rothschild Equity Euro Core A EUR | LU1730854608 | MSCI EMU Index |
| 52 | AB SICAV I-Select US Equity Portfolio A USD | LU0683600562 | S&P 500 |
| 53 | AB SICAV I-Select US Equity Portfolio C USD | LU0772116835 | S&P 500 |
| 54 | Allianz US Equity Fund AT-USD | LU0256863902 | S&P 500 |
| 55 | AXA Rosenberg US Enhanced Index Eq Alpha B USD | IE0033609722 | S&P 500 |
| 56 | FF - Sustainable US Equity Fund Y-ACC-USD | LU0346390437 | S&P 500 |
| 57 | GAM Star US All Cap Equity Inst Acc USD | IE00B3CTH482 | S&P 500 |
| 58 | Goldman Sachs Mlt-Mgr US Equity Pfp Acc USD | LU0344075766 | S&P 500 |
| 59 | JPM America Equity A Acc USD | LU0210528500 | S&P 500 |
| 60 | JPM US Select Equity A Acc USD | LU0070214290 | S&P 500 |
| 61 | Legg Mason ClearBridge US Appreciation A Acc USD | IE00B1BXHZ80 | S&P 500 |
| 62 | Harris Associates U.S. Value Equity Fund R/A (USD) | LU0130102774 | S&P 500 |
| 63 | NN (L) US Enh Core Conc Eqty X Cap USD | LU0113305253 | S&P 500 |
| 64 | PineBridge US Large Cap Research Enhanced A USD | IE00B1XK9C88 | S&P 500 |
| 65 | Schroder ISF US Large Cap A Acc | LU0106261372 | S&P 500 |
| 66 | PIMCO GIS StocksPLUS E CI USD Acc | IE00B1D7YP71 | S&P 500 |
| 67 | PIMCO GIS StocksPLUS Invr USD Acc | IE0005304443 | S&P 500 |
| 68 | Wellington US Research Equity D Acc USD | LU0412097049 | S&P 500 |
| 69 | Alger SICAV-Alger American Asset Growth A US | LU0070176184 | S&P 500 |
| 70 | Morgan Stanley US Advantage B USD | LU0225744001 | S&P 500 |
| 71 | Morgan Stanley US Advantage A USD | LU0225737302 | S&P 500 |
| 72 | Morgan Stanley US Advantage C USD | LU0362496845 | S&P 500 |
| 73 | Morgan Stanley US Advantage I USD | LU0225741247 | S&P 500 |
| 74 | Threadneedle (Lux)-American Select DU | LU0112528269 | S&P 500 |
| 75 | Vontobel Fund - US Equity USD C | LU0137005913 | S&P 500 |
| 76 | EVI Irl US Value A Acc USD | IE0031523289 | S&P 500 |
| 77 | Invesco Sustainable US Structured Eq Fund A | LU0149503202 | S&P 500 |
| 78 | Invesco US Value Equity R Acc USD | LU0607514550 | S&P 500 |

Fonte: Nostre elaborazioni

Tabella 4.2: ETF, Isin e relativi Benchmark

| N.F. | NOME DEK FONDO | ISIN | BENCHMARK |
|------|---|--------------|-----------------------------|
| 1 | iShares Core MSCI EMU UCITS ETF EUR (Acc) | IE00B53QG562 | MSCI Emerging Markets Index |
| 2 | iShares MSCI EM UCITS ETF USD (Acc) | IE00B4L5YC18 | MSCI EMU Index |
| 3 | iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc) | IE00B5BMR087 | S&P 500 |

Fonte: Nostre elaborazioni

4.2 Criteri di comparazione del campione

Il secondo step del lavoro passa attraverso la comparazione dei fondi e degli ETF selezionati per capire, in primis se riescono a generare rendimenti superiori a quelli del benchmark ed in seguito capire se realmente la gestione attiva riesce a garantire una performance superiore a quella generata da un ETF. Per arrivare a queste conclusioni, nel corso del lavoro, sono stati selezionati vari indicatori di performance aggiustati per il rischio, comunemente usati in letteratura e riconosciuti adatti a garantire una valutazione oggettiva. Tra questi sono stati selezionati l'indice di Sharpe, l'indice Sortino, l'indice di Traynor e l'Alpha di Jensen.

4.2.1 Alpha di Jensen

L'Alpha di Jensen⁴⁸ è un indicatore molto adoperato nel momento in cui si vogliono valutare le capacità di un gestore di un fondo attivo in quanto l'indice misura la performance aggiustata per il rischio sistematico. Più nello specifico quest'indice paragona l'extra-rendimento di un fondo al rendimento che tale fondo avrebbe dovuto produrre sulla base del suo livello di rischio sistematico misurato dal beta.

$$a = (R_p - R_f) - (R_m - R_f)\beta$$

⁴⁸ Jensen, M.C., *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964*, Journal of Finance 23, pp. 389-416, 1968.

Nella formula R_p rappresenta il rendimento del fondo R_f indica il rendimento free-risk (rappresentato nel nostro caso dal tasso EURIBOR a 3 mesi per i fondi denominati in euro e dal tasso Treasury Bills 3 mesi per i fondi denominati in dollari) R_m descrive il rendimento del benchmark di riferimento e β raffigura il beta di portafoglio, ovvero, in che modo il rischio del titolo si discosta dal rischio di mercato.

In merito ai risultati abbiamo che: se α è positivo allora il fondo può definirsi “attivo” in quanto il gestore è riuscito a selezionare i titoli più remunerativi del mercato e battere il benchmark di riferimento, ma, qualora α è negativo allora il fondo anche se a gestione attiva non è riuscito a sovraperformare il mercato.

4.2.2 L'indice di Sharpe

L'indice di Sharpe⁴⁹ è una delle misure di performance aggiustate per il rischio più utilizzate in finanza, in quanto permette il confronto fra fondi con ineguali livelli di rischio e periodi di tempo differenti.

$$S = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

⁴⁹ Sharpe, W. F., *Mutual Fund Performance*. Journal of Business 39, pp. 119–138, 1966.

Come abbiamo potuto notare dalla precedente formula, l'indice di Sharpe ricava l'extra rendimento calcolato al netto dell'investimento privo di rischio ($R_p - R_f$) e lo rapporta al rischio del fondo espresso da σ_p ovvero dalla deviazione standard, indicando il rendimento in termini percentuali per ogni unità di rischio del fondo. Ciò comporta che più è elevato il risultato è migliore risulta la performance corretta per il rischio del fondo analizzato, ovvero il fondo è in grado di generare un rendimento maggiore rispetto il rischio assunto. Al contrario un risultato non elevato è sintomo di una scarsa efficienza di gestione che scaturisce in un rendimento inferiore al rischio assunto.

Nonostante la sua importanza l'indice di Sharpe è caratterizzato da alcuni limiti, il più importante tra questi è dato dalla deviazione standard, quest'ultima infatti comprende contemporaneamente sia il rischio sistematico che il rischio idiosincrativo. Inoltre, la volatilità presa in considerazione è composta sia da volatilità negativa che da volatilità positiva, quest'ultima però, che è un elemento positivo per l'investitore, incide negativamente sul rapporto, facendolo diminuire.

4.2.3 L'indice di Treynor

Sulla base del lavoro di Sharpe l'indice di Treynor⁵⁰ cerca di ovviare alle limitazioni viste in precedenza definendo il suo indice dalla formula di seguito riportata.

⁵⁰ Treynor, J.L., *How to Rate Management of Investment Funds*, Harvard Business Review, 43, pp. 63-75, 1965.

$$T = \frac{R_P - R_f}{\beta_P}$$

Come possiamo notare la struttura è simile a quella dell'indice di Sharpe, quello che però li differenzia è il denominatore, che varia in base alla definizione del concetto di rischio che gli autori hanno. Treynor, infatti, utilizza il beta di mercato come indicatore di rischio che, come visto in precedenza, serve ad individuare il rischio sistematico.

Come per l'indice di Sharpe, anche in questo caso il risultato derivante dalla formula è positivo più si assumono valori elevati. Inoltre, in un confronto fra fondi, tra i due indicatori è sempre preferibile scegliere il fondo con l'indice di Treynor più elevato in quanto esprime un maggior rendimento per unità di rischio di mercato.

4.2.4 L'indice di Sortino

L'indice di Sortino⁵¹, come l'indice di Treynor, nascono per ovviare ad alcuni limiti imposti dall'indice di Sharpe. In questo caso l'autore, modificando la formula di Sharpe, ha cercato di risolvere le problematiche inerenti alla volatilità al rialzo e al

⁵¹ Sortino, F.A.; Price, L.N., *Performance measurement in a downside risk framework*, Journal of Investing. 3, pp. 8-50, 1994.

ribasso presenti sull'indice, penalizzando solo i rendimenti che scendono al di sotto di un obiettivo specifico richiesto dall'investitore.

Per fare questo la formula di Sharpe è stata modificata sostituendo il rendimento del tasso free risk e la deviazione standard con il rendimento minimo accettabile e il downside risk.

$$s = \frac{R_p - R_{MAR}}{DSR}$$

Nel primo caso R_{MAR} va ad indicare il rendimento minimo accettabile da parte dell'investitore. Questa quantità, variabile in base alla soggettività dell'investitore, in ambito accademico viene normalmente fissata o pari a zero o pari al risk free rate (rendendo il numeratore uguale all'indice di Sharpe). Infatti, solitamente l'investitore si aspetta di non perdere denaro o quanto meno raggiungere il rendimento del tasso privo di rischio.

Nel secondo caso il denominatore DSR downside risk rappresenta la deviazione standard dei rendimenti al di sotto dell'obiettivo, ovvero la volatilità negativa ottenuta dal fondo.

In merito all'interpretazione dell'indice quest'ultima è identica a quella di Sharpe, solitamente però si tende a preferire l'indice di Sortino qualora ci si trovi di fronte a fondi con elevata volatilità.

4.3 ANALISI DEI DATI

In questo paragrafo sono esposti i risultati dell'analisi empirica ottenuti tramite lo studio delle performance corrette per il rischio dei fondi selezionati. La costruzione degli indici di Sharpe, Traynor, Jansen e Sortino è avvenuta avvalendosi del dataset del sito Refinitiv Eikon, che utilizza per il calcolo degli indici i rendimenti a lordo dei costi. Inoltre, come indicato in precedenza, il rendimento free-risk utilizzato per il calcolo degli indici è rappresentato dal tasso EURIBOR a 3 mesi per i fondi denominati in euro e dal tasso Treasury Bills 3 mesi per i fondi denominati in dollari.

4.3.1 Benchmark: S&P 500

Il primo confronto tra ETF e fondi a gestione attiva è stato attuato utilizzando come Benchmark di riferimento l'S&P 500. Quest'ultimo è un indice azionario che comprende le 500 società statunitensi più grandi in termini di capitalizzazione distribuite in base al loro valore di mercato.

Prendendo come riferimento questo indice e come criteri di selezione quelli elencati nel paragrafo 4.1 l'ETF uscente per quest'analisi è risultato l'iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc).

L'analisi effettuata è stata quindi basata sui valori degli indici di performance di questo ETF, confrontati con i valori degli indici di ogni singolo fondo.

Partendo dallo studio dell'indice di Jensen mostrato in tabella 4.3 notiamo come dei 27 fondi attivi, nessuno di questi, se osservato in un lasso temporale superiore ai 5 anni, riesce ad ottenere un valore maggiore di zero. Infatti, dalla spiegazione data in precedenza, in merito all' alpha di Jensen, capiamo che, anche se tutti i fondi sono a gestione attiva in realtà la maggioranza di questi non riesce a battere il mercato di riferimento, dimostrando una gestione da parte dei manager poco performante se non anche peggiore di quella ottenuta dalla gestione passiva dell'ETF.

Tabella 4.3: Alpha di Jensen con benchmark l'S&P 500

| Alpha di Jensen | 1 Years | 3 Years | 5 Years | 10 Years |
|--|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc) | -0,02 | -0,03 | -0,03 | -0,03 |
| AB SICAV I-Select US Equity Portfolio A USD | -0,02 | -0,01 | -0,05 | -0,07 |
| AB SICAV I-Select US Equity Portfolio C USD | -0,06 | -0,05 | -0,08 | -0,10 |
| Allianz US Equity Fund AT-USD | -1,32 | -0,42 | -0,35 | -0,33 |
| AXA Rosenberg US Enhanced Index Eq Alpha B USD | -0,17 | -0,07 | -0,11 | -0,11 |
| FF - Sustainable US Equity Fund Y-ACC-USD | -1,22 | -0,45 | -0,32 | -0,21 |
| GAM Star US All Cap Equity Inst Acc USD | -2,75 | -0,96 | -0,71 | -0,44 |
| Goldman Sachs Mlt-Mgr US Equity Pf P Acc USD | -0,42 | -0,10 | -0,04 | -0,11 |
| JPM America Equity A Acc USD | -0,06 | -0,03 | 0,00 | -0,08 |
| JPM US Select Equity A Acc USD | -0,25 | -0,01 | -0,08 | -0,12 |
| Legg Mason ClearBridge US Appreciation A Acc USD | -0,33 | -0,27 | -0,15 | -0,16 |
| Harris Associates U.S. Value Equity Fund R/A (USD) | -0,54 | -0,23 | -0,44 | -0,38 |
| NN (L) US Enh Core Conc Eqty X Cap USD | -0,24 | -0,36 | -0,26 | -0,26 |
| PineBridge US Large Cap Research Enhanced A USD | 0,10 | -0,16 | -0,18 | -0,16 |
| Schroder ISF US Large Cap A Acc | 0,00 | 0,18 | -0,01 | -0,07 |
| PIMCO GIS StocksPLUS E CI USD Acc | -0,30 | -0,21 | -0,17 | -0,14 |
| PIMCO GIS StocksPLUS Invr USD Acc | -0,26 | -0,17 | -0,13 | -0,09 |
| Wellington US Research Equity D Acc USD | -0,59 | -0,32 | -0,30 | -0,19 |
| Alger SICAV-Alger American Asset Growth A US | -1,88 | -0,45 | -0,21 | -0,16 |
| Morgan Stanley US Advantage B USD | -6,01 | -1,85 | -0,88 | -0,53 |
| Morgan Stanley US Advantage A USD | -5,93 | -1,76 | -0,80 | -0,44 |
| Morgan Stanley US Advantage C USD | -6,00 | -1,83 | -0,87 | -0,51 |
| Morgan Stanley US Advantage I USD | -5,87 | -1,70 | -0,74 | -0,38 |
| Threadneedle (Lux)-American Select DU | -0,81 | -0,29 | -0,30 | -0,32 |
| Vontobel Fund - US Equity USD C | -0,50 | -0,36 | -0,19 | -0,10 |
| EVI Irl US Value A Acc USD | 0,13 | -0,32 | -0,27 | -0,29 |
| Invesco Sustainable US Structured Eq Fund A | 0,14 | -0,24 | -0,33 | -0,21 |
| Invesco US Value Equity R. Acc USD | 0,56 | -0,28 | -0,39 | -0,42 |

Fonte: Nostre elaborazioni

Proseguendo con l'analisi notiamo come la situazione resta immutata anche analizzando gli indici di Sharpe, Sortino e Treynor. Difatti, come possiamo osservare dalle tabelle 4.4, 4.5 e 4.6 in tutti e tre i casi i fondi attivi presentano valori delle performance corrette per il rischio inferiori a quelle riportate dall'ETF. Solo AB SICAV I-Select US Equity Portfolio A USD riesce a replicare i valori dell'iShares Core S&P 500 presentando risultati identici all'ETF in merito all'indice di Sortino e mostrando un indice di Treynor con valori uguali all'ETF nel periodo 1 e 2 anni e di poco inferiore sul l'asso temporale dei 5, 10 anni.

Tabella 4.4: Indice di Sharpe con benchmark l'S&P 500

| Sharpe | 1 Years | 3Years | 5 Years | 10 Years |
|--|---------|--------|---------|----------|
| iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc) | -0,01 | 0,23 | 0,20 | 0,27 |
| AB SICAV I-Select US Equity Portfolio A USD | -0,01 | 0,23 | 0,19 | 0,25 |
| AB SICAV I-Select US Equity Portfolio C USD | -0,02 | 0,22 | 0,18 | 0,24 |
| Allianz US Equity Fund AT-USD | -0,30 | 0,14 | 0,12 | 0,18 |
| AXA Rosenberg US Enhanced Index Eq Alpha B USD | -0,05 | 0,22 | 0,18 | 0,25 |
| FF - Sustainable US Equity Fund Y-ACC-USD | -0,22 | 0,13 | 0,12 | 0,21 |
| GAM Star US All Cap Equity Inst Acc USD | -0,49 | 0,04 | 0,05 | 0,15 |
| Goldman Sachs Mlt-Mgr US Equity Pf P Acc USD | -0,11 | 0,21 | 0,19 | 0,23 |
| JPM America Equity A Acc USD | -0,02 | 0,22 | 0,19 | 0,24 |
| JPM US Select Equity A Acc USD | -0,06 | 0,22 | 0,18 | 0,23 |
| Legg Mason ClearBridge US Appreciation A Acc USD | -0,08 | 0,18 | 0,17 | 0,23 |
| Harris Associates U.S. Value Equity Fund R/A (USD) | -0,14 | 0,18 | 0,12 | 0,18 |
| NN (L) US Enh Core Conc Eqty X Cap USD | -0,06 | 0,17 | 0,15 | 0,21 |
| PineBridge US Large Cap Research Enhanced A USD | 0,01 | 0,20 | 0,16 | 0,23 |
| Schroder ISF US Large Cap A Acc | -0,01 | 0,26 | 0,19 | 0,24 |
| PIMCO GIS StocksPLUS E CI USD Acc | -0,07 | 0,19 | 0,17 | 0,24 |
| PIMCO GIS StocksPLUS Invr USD Acc | -0,06 | 0,20 | 0,18 | 0,25 |
| Wellington US Research Equity D Acc USD | -0,13 | 0,17 | 0,14 | 0,23 |
| Alger SICAV-Alger American Asset Growth A US | -0,28 | 0,14 | 0,15 | 0,22 |
| Morgan Stanley US Advantage B USD | -0,57 | -0,05 | 0,02 | 0,11 |
| Morgan Stanley US Advantage A USD | -0,56 | -0,04 | 0,03 | 0,12 |
| Morgan Stanley US Advantage C USD | -0,57 | -0,05 | 0,02 | 0,11 |
| Morgan Stanley US Advantage I USD | -0,56 | -0,03 | 0,04 | 0,13 |
| Threadneedle (Lux)-American Select DU | -0,17 | 0,18 | 0,14 | 0,19 |
| Vontobel Fund - US Equity USD C | -0,12 | 0,16 | 0,15 | 0,24 |
| EVI Irl US Value A Acc USD | 0,03 | 0,15 | 0,13 | 0,18 |
| Invesco Sustainable US Structured Eq Fund A | 0,03 | 0,16 | 0,11 | 0,19 |
| Invesco US Value Equity R Acc USD | 0,22 | 0,15 | 0,11 | 0,15 |

Fonte: Nostre elaborazioni

Tabella 4.5: Indice di Sortino con benchmark l'S&P 500

| Sortino | 1 Years | 3Years | 5 Years | 10 Years |
|--|---------|--------|---------|----------|
| iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc) | -0,01 | 0,19 | 0,15 | 0,22 |
| AB SICAV I-Select US Equity Portfolio A USD | -0,01 | 0,19 | 0,15 | 0,22 |
| AB SICAV I-Select US Equity Portfolio C USD | -0,02 | 0,19 | 0,14 | 0,21 |
| Allianz US Equity Fund AT-USD | -0,21 | 0,11 | 0,10 | 0,15 |
| AXA Rosenberg US Enhanced Index Eq Alpha B USD | -0,03 | 0,18 | 0,14 | 0,20 |
| FF - Sustainable US Equity Fund Y-ACC-USD | -0,16 | 0,10 | 0,09 | 0,17 |
| GAM Star US All Cap Equity Inst Acc USD | -0,37 | 0,03 | 0,04 | 0,13 |
| Goldman Sachs Mlt-Mgr US Equity Pf P Acc USD | -0,08 | 0,16 | 0,14 | 0,19 |
| JPM America Equity A Acc USD | -0,02 | 0,17 | 0,15 | 0,21 |
| JPM US Select Equity A Acc USD | -0,04 | 0,18 | 0,14 | 0,20 |
| Legg Mason ClearBridge US Appreciation A Acc USD | -0,06 | 0,15 | 0,12 | 0,18 |
| Harris Associates U.S. Value Equity Fund R/A (USD) | -0,11 | 0,15 | 0,10 | 0,15 |
| NN (L) US Enh Core Conc Eqty X Cap USD | -0,05 | 0,13 | 0,11 | 0,17 |
| PineBridge US Large Cap Research Enhanced A USD | 0,01 | 0,16 | 0,13 | 0,20 |
| Schroder ISF US Large Cap A Acc | -0,01 | 0,23 | 0,16 | 0,21 |
| PIMCO GIS StocksPLUS E CI USD Acc | -0,06 | 0,17 | 0,13 | 0,20 |
| PIMCO GIS StocksPLUS Invr USD Acc | -0,05 | 0,17 | 0,13 | 0,20 |
| Wellington US Research Equity D Acc USD | -0,10 | 0,15 | 0,11 | 0,19 |
| Alger SICAV-Alger American Asset Growth A US | -0,22 | 0,13 | 0,13 | 0,20 |
| Morgan Stanley US Advantage B USD | -0,43 | -0,05 | 0,02 | 0,09 |
| Morgan Stanley US Advantage A USD | -0,43 | -0,04 | 0,03 | 0,11 |
| Morgan Stanley US Advantage C USD | -0,43 | -0,04 | 0,02 | 0,10 |
| Morgan Stanley US Advantage I USD | -0,42 | -0,03 | 0,03 | 0,12 |
| Threadneedle (Lux)-American Select DU | -0,14 | 0,15 | 0,12 | 0,17 |
| Vontobel Fund - US Equity USD C | -0,11 | 0,14 | 0,13 | 0,22 |
| EVI Irl US Value A Acc USD | 0,03 | 0,12 | 0,10 | 0,15 |
| Invesco Sustainable US Structured Eq Fund A | 0,02 | 0,13 | 0,08 | 0,17 |
| Invesco US Value Equity R Acc USD | 0,18 | 0,11 | 0,08 | 0,12 |

Fonte: Nostre elaborazioni

Tabella 4.6: Indice di Treynor con benchmark l'S&P 500

| Treynor | 1 Years | 3Years | 5 Years | 10 Years |
|--|---------|--------|---------|----------|
| iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc) | -0,07 | 1,19 | 0,93 | 1,04 |
| AB SICAV I-Select US Equity Portfolio A USD | -0,07 | 1,21 | 0,91 | 1,00 |
| AB SICAV I-Select US Equity Portfolio C USD | -0,11 | 1,17 | 0,87 | 0,96 |
| Allianz US Equity Fund AT-USD | -1,57 | 0,78 | 0,60 | 0,74 |
| AXA Rosenberg US Enhanced Index Eq Alpha B USD | -0,22 | 1,15 | 0,85 | 0,96 |
| FF - Sustainable US Equity Fund Y-ACC-USD | -1,13 | 0,75 | 0,62 | 0,85 |
| GAM Star US All Cap Equity Inst Acc USD | -2,49 | 0,22 | 0,23 | 0,63 |
| Goldman Sachs Mlt-Mgr US Equity Pf P Acc USD | -0,56 | 1,12 | 0,92 | 0,97 |
| JPM America Equity A Acc USD | -0,13 | 1,19 | 0,96 | 1,00 |
| JPM US Select Equity A Acc USD | -0,30 | 1,21 | 0,88 | 0,95 |
| Legg Mason ClearBridge US Appreciation A Acc USD | -0,40 | 0,93 | 0,80 | 0,90 |
| Harris Associates U.S. Value Equity Fund R/A (USD) | -0,73 | 1,02 | 0,59 | 0,75 |
| NN (L) US Enh Core Conc Eqty X Cap USD | -0,29 | 0,87 | 0,70 | 0,82 |
| PineBridge US Large Cap Research Enhanced A USD | 0,06 | 1,06 | 0,78 | 0,91 |
| Schroder ISF US Large Cap A Acc | -0,05 | 1,42 | 0,95 | 1,00 |
| PIMCO GIS StocksPLUS E CI USD Acc | -0,34 | 1,02 | 0,79 | 0,94 |
| PIMCO GIS StocksPLUS Invr USD Acc | -0,30 | 1,06 | 0,84 | 0,98 |
| Wellington US Research Equity D Acc USD | -0,61 | 0,91 | 0,67 | 0,89 |
| Alger SICAV-Alger American Asset Growth A US | -1,46 | 0,80 | 0,76 | 0,92 |
| Morgan Stanley US Advantage B USD | -4,60 | -0,39 | 0,14 | 0,58 |
| Morgan Stanley US Advantage A USD | -4,54 | -0,32 | 0,22 | 0,65 |
| Morgan Stanley US Advantage C USD | -4,59 | -0,38 | 0,15 | 0,59 |
| Morgan Stanley US Advantage I USD | -4,49 | -0,26 | 0,27 | 0,71 |
| Threadneedle (Lux)-American Select DU | -0,84 | 0,95 | 0,69 | 0,77 |
| Vontobel Fund - US Equity USD C | -0,61 | 0,84 | 0,75 | 0,96 |
| EVI Irl US Value A Acc USD | 0,19 | 0,88 | 0,68 | 0,77 |
| Invesco Sustainable US Structured Eq Fund A | 0,16 | 0,91 | 0,55 | 0,82 |
| Invesco US Value Equity R Acc USD | 1,61 | 0,95 | 0,60 | 0,69 |

Fonte: Nostre elaborazioni

In ultima analisi è stata attuata anche una comparazione dei fondi tramite il criterio del tracking error. Questo confronto è stato realizzato col fine di capire se realmente i fondi a gestione attiva possono definirsi tali o sono semplicemente dei fonti che replicano in maniera passiva il loro benchmark di riferimento. Dai risultati mostrati

in tabella 4.7 possiamo notare come effettivamente nove dei ventisette fondi selezionati, abbiano un tracking error inferiore ad 1 (celle rosse), dimostrando quindi uno scostamento dalla replica del benchmark quasi nullo. Rientra tra questi il fondo AB SICAV I-Select US Equity Portfolio A USD che in precedenza è stato menzionato come unico fondo ad ottenere risultati pari all'iShares Core 500.

Inoltre, la restante parte dei fondi (celle gialle) mostra comunque una gestione poco attiva presentando un tracking error compreso tra il valore 1 e 3. Solo quattro fondi sul totale dell'analisi possono definirsi realmente fondi a gestione attiva presentando un indice maggiore di 3 (celle verdi).

Tabella 4.7: Tracking error con benchmark l'S&P 500

| Tracking Error | 1 Years | 3Years | 5 Years | 10 Years |
|--|---------|--------|---------|----------|
| iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc) | 0,00 | 0,05 | 0,04 | 0,11 |
| AB SICAV I-Select US Equity Portfolio A USD | 0,99 | 0,77 | 0,74 | 0,72 |
| AB SICAV I-Select US Equity Portfolio C USD | 0,99 | 0,77 | 0,74 | 0,72 |
| Allianz US Equity Fund AT-USD | 2,21 | 1,97 | 1,70 | 1,47 |
| AXA Rosenberg US Enhanced Index Eq Alpha B USD | 0,41 | 0,36 | 0,34 | 0,31 |
| FF - Sustainable US Equity Fund Y-ACC-USD | 2,28 | 1,75 | 1,47 | 1,19 |
| GAM Star US All Cap Equity Inst Acc USD | 2,14 | 1,96 | 1,63 | 1,57 |
| Goldman Sachs Mlt-Mgr US Equity Pf P Acc USD | 1,94 | 1,51 | 1,27 | 1,47 |
| JPM America Equity A Acc USD | 2,03 | 1,66 | 1,47 | 1,58 |
| JPM US Select Equity A Acc USD | 1,84 | 1,65 | 1,42 | 1,29 |
| Legg Mason ClearBridge US Appreciation A Acc USD | 0,73 | 0,70 | 0,77 | 0,62 |
| Harris Associates U.S. Value Equity Fund R/A (USD) | 2,14 | 2,34 | 2,11 | 1,78 |
| NN (L) US Enh Core Conc Eqty X Cap USD | 0,60 | 0,60 | 0,57 | 0,45 |
| PineBridge US Large Cap Research Enhanced A USD | 0,69 | 0,69 | 0,65 | 0,60 |
| Schroder ISF US Large Cap A Acc | 1,57 | 1,63 | 1,47 | 1,24 |
| PIMCO GIS StocksPLUS E CI USD Acc | 0,21 | 0,42 | 0,34 | 0,32 |
| PIMCO GIS StocksPLUS Invr USD Acc | 0,21 | 0,42 | 0,34 | 0,32 |
| Wellington US Research Equity D Acc USD | 0,89 | 0,89 | 0,77 | 0,74 |
| Alger SICAV-Alger American Asset Growth A US | 3,13 | 2,56 | 2,18 | 1,82 |
| Morgan Stanley US Advantage B USD | 8,75 | 6,72 | 5,45 | 4,07 |
| Morgan Stanley US Advantage A USD | 8,75 | 6,72 | 5,45 | 4,06 |
| Morgan Stanley US Advantage C USD | 8,75 | 6,72 | 5,45 | 4,07 |
| Morgan Stanley US Advantage I USD | 8,75 | 6,72 | 5,45 | 4,07 |
| Threadneedle (Lux)-American Select DU | 1,53 | 1,27 | 1,24 | 1,17 |
| Vontobel Fund - US Equity USD C | 1,45 | 1,16 | 1,14 | 1,06 |
| EVI Irl US Value A Acc USD | 3,17 | 2,40 | 1,99 | 1,49 |
| Invesco Sustainable US Structured Eq Fund A | 2,33 | 2,07 | 1,82 | 1,72 |
| Invesco US Value Equity R Acc USD | 3,62 | 3,58 | 2,98 | 2,45 |

Fonte: Nostre elaborazioni

4.3.2 Benchmark: MSCI EMU Index

Una secondo confronto tra fondi è stato attuato utilizzando come criterio di paragone il benchmark MSCI EMU. Quest'ultimo è un indice azionario che copre circa l'85% della capitalizzazione di mercato complessiva europea, formato da 232 aziende dislocate principalmente in Francia, Germania e Paesi Bassi.

Tenendo conto di questo benchmark, l'ETF selezionato è stato l'iShares MSCI EM UCITS ETF USD (Acc).

L'analisi derivante dai valori di quest'ETF è risultata diversa da quella fatta in precedenza, infatti, in questo caso l'analisi dell'alpha di Jensen ha riportato valori più significativi in merito ai fondi attivi. Come si può vedere dalla tabella 4.8 dei venti fondi selezionati il 50% ha ottenuto un risultato maggiore di zero nell'arco temporale dei 10 anni, e fra questi quattro fondi in particolare si sono distinti ottenendo un risultato positivo su tutto il periodo preso in riferimento. Da quest'analisi possiamo quindi osservare che la gestione dei manager si è rilevata mediamente proficua riuscendo a battere il benchmark di riferimento e ottenendo un extra rendimento continuativo negli anni.

Tabella 4.8: Alpha di Jensen con benchmark MSCI EMU index

| Alpha di Jensen | 1 Year | 3 Years | 5 Years | 10 Years |
|---|---------------|----------------|----------------|-----------------|
| iShares MSCI EM UCITS ETF USD (Acc) | -0,12 | -0,01 | -0,01 | 0,04 |
| AB SICAV I-Eurozone Equity Portfolio A EUR | -0,10 | -0,26 | -0,19 | 0,04 |
| AB SICAV I-Eurozone Equity Portfolio C EUR | -0,14 | -0,30 | -0,23 | 0,00 |
| Allianz Best Styles Euroland Equity AT-EUR | -0,06 | -0,12 | -0,15 | -0,08 |
| Allianz Best Styles Euroland Equity CT-EUR | -0,10 | -0,15 | -0,19 | -0,12 |
| Allianz Best Styles Euroland Equity CT-EUR | -0,10 | -0,15 | -0,19 | -0,12 |
| AXA Rosenberg Eurobloc Equity Alpha B EUR | -0,05 | -0,14 | -0,24 | -0,08 |
| AXA Rosenberg Eurobloc Equity Alpha E EUR | -0,12 | -0,20 | -0,30 | -0,14 |
| BGF Euro-Markets C2 EUR | -0,67 | -0,01 | -0,13 | -0,03 |
| BGF Euro-Markets D2 EUR | -0,50 | 0,16 | 0,03 | 0,14 |
| BNP Paribas Euro Equity Classic Cap | 0,09 | 0,09 | -0,03 | 0,01 |
| Candriam Equities L EMU Innovation C Cap | -0,16 | 0,08 | -0,01 | 0,01 |
| DPAM B Equities Euroland B | 0,00 | 0,24 | 0,18 | 0,17 |
| Edmond de Rothschild SICAV Euro Sust Equity A EUR | 0,12 | 0,09 | 0,09 | 0,07 |
| G FUND Equity Convictions ISR N C | -0,30 | 0,01 | -0,01 | -0,02 |
| HSBC GIF Euroland Growth AC EUR | -0,74 | -0,11 | -0,09 | -0,02 |
| HSBC GIF Euroland Value EC EUR | 0,12 | -0,16 | -0,29 | -0,11 |
| Invesco Euro Equity A EUR Acc | 0,42 | -0,10 | -0,20 | 0,07 |
| Janus Henderson HF Euroland A2 EUR | 0,04 | 0,02 | -0,13 | 0,12 |
| JPM Euroland Dynamic D (perf) Acc EUR | -0,09 | 0,10 | -0,07 | 0,04 |
| Edmond de Rothschild Equity Euro Core A EUR | 0,44 | -0,38 | -0,30 | -0,11 |

Fonte: Nostre elaborazioni

In linea con l'alpha di Jensen anche gli indici di Sharpe, Sortino e Treynor presentano valori simili. Nello specifico, in tutti e tre gli indici è possibile notare come i quattro fondi evidenziati prima, ovvero BGF Euro-Markets D2 EUR, DPAM B Equities Euroland B, Edmond de Rothschild SICAV Euro Sust Equity A EUR e Janus Henderson HF Euroland A2 EUR, presentano risultati maggiori rispetto a quelli ottenuti dall'ETF in tutto il periodo temporale esaminato. Ciononostante, più della metà dei fondi selezionati, anche mostrando un valore superiore nei primi periodi dell'analisi, ovvero, dall'uno ai tre anni, non riescono a mantenere una

persistenza tale da risultare più performanti dell'iShares nel lungo periodo. (vedi tabelle 4.9, 4.10. 4.11)

Tabella 4.9: Indice di Sharpe con benchmark MSCI EMU index

| Sharpe | 1 Year | 3 Years | 5 Years | 10 Years |
|---|--------|---------|---------|----------|
| iShares MSCI EM UCITS ETF USD (Acc) | -0,09 | 0,12 | 0,08 | 0,18 |
| AB SICAV I-Eurozone Equity Portfolio A EUR | -0,09 | 0,07 | 0,04 | 0,17 |
| AB SICAV I-Eurozone Equity Portfolio C EUR | -0,10 | 0,07 | 0,03 | 0,16 |
| Allianz Best Styles Euroland Equity AT-EUR | -0,07 | 0,10 | 0,05 | 0,15 |
| Allianz Best Styles Euroland Equity CT-EUR | -0,08 | 0,09 | 0,04 | 0,14 |
| Allianz Best Styles Euroland Equity CT-EUR | -0,08 | 0,09 | 0,04 | 0,14 |
| AXA Rosenberg Eurobloc Equity Alpha B EUR | -0,07 | 0,09 | 0,03 | 0,15 |
| AXA Rosenberg Eurobloc Equity Alpha E EUR | -0,10 | 0,08 | 0,02 | 0,14 |
| BGF Euro-Markets C2 EUR | -0,18 | 0,11 | 0,05 | 0,15 |
| BGF Euro-Markets D2 EUR | -0,15 | 0,14 | 0,08 | 0,19 |
| BNP Paribas Euro Equity Classic Cap | -0,03 | 0,14 | 0,07 | 0,17 |
| Candriam Equities L EMU Innovation C Cap | -0,08 | 0,13 | 0,07 | 0,16 |
| DPAM B Equities Euroland B | -0,05 | 0,16 | 0,12 | 0,21 |
| Edmond de Rothschild SICAV Euro Sust Equity A EUR | -0,02 | 0,13 | 0,10 | 0,18 |
| G FUND Equity Convictions ISR N C | -0,13 | 0,12 | 0,08 | 0,16 |
| HSBC GIF Euroland Growth AC EUR | -0,23 | 0,09 | 0,06 | 0,16 |
| HSBC GIF Euroland Value EC EUR | -0,01 | 0,09 | 0,03 | 0,14 |
| Invesco Euro Equity A EUR Acc | 0,07 | 0,10 | 0,04 | 0,18 |
| Janus Henderson HF Euroland A2 EUR | -0,04 | 0,12 | 0,05 | 0,19 |
| JPM Euroland Dynamic D (perf) Acc EUR | -0,08 | 0,13 | 0,06 | 0,17 |
| Edmond de Rothschild Equity Euro Core A EUR | 0,11 | 0,05 | 0,02 | 0,14 |

Fonte: Nostre elaborazioni

Tabella 4.10: Indice di Sortino con benchmark MSCI EMU index

| Sortino | 1 Year | 3 Years | 5 Years | 10 Years |
|---|---------------|----------------|----------------|-----------------|
| iShares MSCI EM UCITS ETF USD (Acc) | -0,08 | 0,10 | 0,07 | 0,17 |
| AB SICAV I-Eurozone Equity Portfolio A EUR | -0,09 | 0,06 | 0,04 | 0,15 |
| AB SICAV I-Eurozone Equity Portfolio C EUR | -0,09 | 0,05 | 0,03 | 0,15 |
| Allianz Best Styles Euroland Equity AT-EUR | -0,06 | 0,08 | 0,04 | 0,13 |
| Allianz Best Styles Euroland Equity CT-EUR | -0,07 | 0,07 | 0,04 | 0,12 |
| Allianz Best Styles Euroland Equity CT-EUR | -0,07 | 0,07 | 0,04 | 0,12 |
| AXA Rosenberg Eurobloc Equity Alpha B EUR | -0,07 | 0,08 | 0,03 | 0,14 |
| AXA Rosenberg Eurobloc Equity Alpha E EUR | -0,09 | 0,07 | 0,02 | 0,13 |
| BGF Euro-Markets C2 EUR | -0,12 | 0,08 | 0,04 | 0,14 |
| BGF Euro-Markets D2 EUR | -0,10 | 0,11 | 0,07 | 0,18 |
| BNP Paribas Euro Equity Classic Cap | -0,02 | 0,12 | 0,07 | 0,16 |
| Candriam Equities L EMU Innovation C Cap | -0,07 | 0,11 | 0,07 | 0,15 |
| DPAM B Equities Euroland B | -0,04 | 0,14 | 0,11 | 0,19 |
| Edmond de Rothschild SICAV Euro Sust Equity A EUR | -0,01 | 0,11 | 0,09 | 0,17 |
| G FUND Equity Convictions ISR N C | -0,12 | 0,11 | 0,08 | 0,16 |
| HSBC GIF Euroland Growth AC EUR | -0,18 | 0,07 | 0,05 | 0,14 |
| HSBC GIF Euroland Value EC EUR | -0,01 | 0,08 | 0,03 | 0,13 |
| Invesco Euro Equity A EUR Acc | 0,07 | 0,09 | 0,04 | 0,16 |
| Janus Henderson HF Euroland A2 EUR | -0,03 | 0,09 | 0,05 | 0,17 |
| JPM Euroland Dynamic D (perf) Acc EUR | -0,07 | 0,10 | 0,06 | 0,15 |
| Edmond de Rothschild Equity Euro Core A EUR | 0,08 | 0,04 | 0,01 | 0,12 |

Fonte: Nostre elaborazioni

Tabella 4.11: Indice di Treynor con benchmark MSCI EMU index

| Treynor | 1 Year | 3 Years | 5 Years | 10 Years |
|---|---------------|----------------|----------------|-----------------|
| iShares MSCI EM UCITS ETF USD (Acc) | -0,34 | 0,67 | 0,39 | 0,83 |
| AB SICAV I-Eurozone Equity Portfolio A EUR | -0,34 | 0,43 | 0,22 | 0,83 |
| AB SICAV I-Eurozone Equity Portfolio C EUR | -0,38 | 0,40 | 0,18 | 0,79 |
| Allianz Best Styles Euroland Equity AT-EUR | -0,29 | 0,56 | 0,25 | 0,70 |
| Allianz Best Styles Euroland Equity CT-EUR | -0,33 | 0,52 | 0,21 | 0,66 |
| Allianz Best Styles Euroland Equity CT-EUR | -0,33 | 0,52 | 0,21 | 0,66 |
| AXA Rosenberg Eurobloc Equity Alpha B EUR | -0,27 | 0,54 | 0,16 | 0,71 |
| AXA Rosenberg Eurobloc Equity Alpha E EUR | -0,36 | 0,47 | 0,10 | 0,64 |
| BGF Euro-Markets C2 EUR | -1,04 | 0,67 | 0,26 | 0,76 |
| BGF Euro-Markets D2 EUR | -0,84 | 0,85 | 0,44 | 0,95 |
| BNP Paribas Euro Equity Classic Cap | -0,12 | 0,79 | 0,37 | 0,80 |
| Candriam Equities L EMU Innovation C Cap | -0,40 | 0,77 | 0,39 | 0,80 |
| DPAM B Equities Euroland B | -0,21 | 0,96 | 0,62 | 0,99 |
| Edmond de Rothschild SICAV Euro Sust Equity A EUR | -0,07 | 0,79 | 0,52 | 0,87 |
| G FUND Equity Convictions ISR N C | -0,52 | 0,69 | 0,40 | 0,76 |
| HSBC GIF Euroland Growth AC EUR | -1,00 | 0,55 | 0,30 | 0,77 |
| HSBC GIF Euroland Value EC EUR | -0,06 | 0,54 | 0,14 | 0,68 |
| Invesco Euro Equity A EUR Acc | 0,29 | 0,59 | 0,22 | 0,85 |
| Janus Henderson HF Euroland A2 EUR | -0,17 | 0,70 | 0,28 | 0,91 |
| JPM Euroland Dynamic D (perf) Acc EUR | -0,32 | 0,77 | 0,33 | 0,83 |
| Edmond de Rothschild Equity Euro Core A EUR | 0,42 | 0,27 | 0,08 | 0,66 |

Fonte: Nostre elaborazioni

Soffermandoci sull'analisi del tracking error notiamo che in questo caso, la presenza di fondi “realmente” attivi è predominante; infatti, solo 2 dei venti fondi analizzati tende a presentare una replica simil passiva (tabella 4.12 celle rosse). Ciononostante, uno sguardo più approfondito mostra, come la restante parte dei fondi presenta un valore maggiore ad uno, allo stesso tempo questo valore non si discosta molto da questa quantità (celle gialle) lasciandoci intuire che la strategia dei gestori della maggioranza dei fondi è comunque conservativa e non si discosta di molto da una gestione passiva.

Tabella 4.12: Tracking Error con benchmark MSCI EMU index

| Tracking Error | 1 Year | 3 Years | 5 Years | 10 Years |
|---|---------------|----------------|----------------|-----------------|
| iShares MSCI EM UCITS ETF USD (Acc) | 0,63 | 0,77 | 0,71 | 0,65 |
| AB SICAV I-Eurozone Equity Portfolio A EUR | 1,27 | 1,83 | 1,62 | 1,53 |
| AB SICAV I-Eurozone Equity Portfolio C EUR | 1,26 | 1,82 | 1,61 | 1,53 |
| Allianz Best Styles Euroland Equity AT-EUR | 1,54 | 1,35 | 1,28 | 1,33 |
| Allianz Best Styles Euroland Equity CT-EUR | 1,52 | 1,34 | 1,28 | 1,33 |
| Allianz Best Styles Euroland Equity CT-EUR | 1,52 | 1,34 | 1,28 | 1,33 |
| AXA Rosenberg Eurobloc Equity Alpha B EUR | 0,76 | 0,99 | 0,98 | 0,90 |
| AXA Rosenberg Eurobloc Equity Alpha E EUR | 0,79 | 1,01 | 0,98 | 0,90 |
| BGF Euro-Markets C2 EUR | 3,65 | 2,48 | 2,10 | 1,92 |
| BGF Euro-Markets D2 EUR | 3,66 | 2,48 | 2,10 | 1,92 |
| BNP Paribas Euro Equity Classic Cap | 0,97 | 1,50 | 1,32 | 1,24 |
| Candriam Equities L EMU Innovation C Cap | 2,92 | 2,21 | 1,88 | 1,56 |
| DPAM B Equities Euroland B | 2,17 | 1,79 | 1,59 | 1,46 |
| Edmond de Rothschild SICAV Euro Sust Equity A EUR | 2,14 | 1,87 | 1,65 | 1,51 |
| G FUND Equity Convictions ISR N C | 1,23 | 1,30 | 1,16 | 1,19 |
| HSBC GIF Euroland Growth AC EUR | 2,21 | 1,87 | 1,65 | 1,36 |
| HSBC GIF Euroland Value EC EUR | 1,88 | 1,84 | 1,59 | 1,37 |
| Invesco Euro Equity A EUR Acc | 1,81 | 2,23 | 1,92 | 1,74 |
| Janus Henderson HF Euroland A2 EUR | 1,27 | 1,70 | 1,57 | 1,71 |
| JPM Euroland Dynamic D (perf) Acc EUR | 1,49 | 1,54 | 1,45 | 1,56 |
| Edmond de Rothschild Equity Euro Core A EUR | 1,53 | 1,41 | 1,35 | 1,35 |

Fonte: Nostre elaborazioni

4.3.3 Benchmark: MSCI Emerging Markets

In ultima analisi sono stati confrontati tutti i fondi aventi come benchmark di riferimento MSCI Emerging Markets, un indice azionario ideato con lo scopo di rappresentare i 23 paesi emergenti presenti in Asia, Africa ed America latina.

L'ETF utilizzato per il confronto, in linea con i parametri scelti in precedenza, è risultato l'iShares Core MSCI EMU UCITS ETF EUR (Acc).

Anche in questo caso il primo step del lavoro è stato quello di analizzare la bontà della gestione dei fondi attivi andando ad osservare il valore dell'indice di Jensen.

Il risultato è stato simile alle osservazioni viste in precedenza, difatti su trentuno fondi esaminati nessuno è riuscito ad ottenere un valore positivo nei dieci anni di osservazione e solo uno HSBC GIF Global Emerging Markets Equity AC USD è riuscito a battere il mercato, prendendo però come periodo di osservazione gli ultimi cinque anni. (vedi Tabella 4.13)

Tabella 4.13: Alpha di Jensen con benchmark MSCI Emerging Markets

| Alpha di Jensen | 1 Year | 3 Years | 5 Years | 10 Years |
|---|--------|---------|---------|----------|
| iShares MSCI EM UCITS ETF USD (Acc) | 0,07 | -0,05 | -0,06 | -0,07 |
| AB FCP I-Emerging Markets Growth Portfolio A USD | -0,39 | -0,09 | -0,23 | -0,03 |
| Allspring(Lux)WW - Emerging Markets Equity Fd A (USD) acc | -0,47 | -0,24 | -0,22 | -0,13 |
| Amundi Funds Emerging Markets Eq Focus - F2 USD C | -0,56 | -0,14 | -0,17 | -0,12 |
| Aviva Investors Global Emerging Mrkts Core A USD | -0,29 | -0,24 | -0,31 | -0,26 |
| AXA Rosenberg Global Em Mkts Eq Alpha B USD | 0,14 | 0,00 | -0,09 | -0,12 |
| BGF Emerging Markets Equity Income A2 USD | -0,55 | -0,26 | -0,07 | 0,05 |
| BMO LGM Global Em Mkts Growth and Income B USD Acc | -0,18 | -0,39 | -0,20 | -0,03 |
| Capital Group EM Growth Fund (LUX) B USD | -1,49 | -0,20 | -0,09 | -0,14 |
| Comgest Growth Emerging Markets USD Acc | -1,43 | -0,90 | -0,68 | -0,24 |
| EVI Irl Parametric Em Mkts A Acc USD | 0,33 | -0,30 | -0,28 | -0,20 |
| Edmond de Rothschild Strategic Emerging A USD | -0,71 | -0,28 | -0,35 | -0,16 |
| FAST Emerging Markets A-ACC-USD | -1,23 | -0,20 | -0,21 | 0,01 |
| GAM Multistock - Emerging Markets Eq-USD B | -0,55 | -0,30 | -0,22 | -0,05 |
| Goldman Sachs EMs Eq Pf Base Acc USD | -0,86 | -0,03 | -0,04 | 0,07 |
| Goldman Sachs Mlt-Mgr Em Mkts Equity Pf P Acc USD | -0,37 | 0,00 | -0,12 | -0,07 |
| HSBC GIF Global Emerging Markets Equity AC USD | 0,48 | 0,17 | 0,01 | -0,08 |
| Invesco Sustainable EM Structured Eq Fd A | 0,30 | -0,14 | -0,23 | -0,17 |
| Janus Henderson Emerging Markets A2 USD | -0,66 | -0,38 | -0,35 | -0,15 |
| JPM Emerging Markets Equity A Acc USD | -1,12 | -0,20 | -0,02 | -0,02 |
| MFS Meridian Funds-Emerging Markets Equity A1 USD | -0,42 | -0,50 | -0,32 | -0,26 |
| Mirae Asset GEM Sector Leader Equity A USD | -1,33 | -0,57 | -0,38 | -0,15 |
| Ninety One GSF Emerging Markets Equity A Acc USD | 0,15 | -0,04 | -0,07 | -0,04 |
| Pictet-Emerging Markets-I USD | -1,59 | -0,26 | -0,24 | -0,14 |
| Russell Investments Emerging Markets Equity B Acc | -0,15 | -0,16 | -0,22 | -0,13 |
| Stewart Investors Gbl Em Mkts Leaders I Acc USD | 0,46 | -0,45 | -0,37 | -0,09 |
| T. Rowe Price Emerging Markets Equity A USD | -0,88 | -0,43 | -0,23 | -0,09 |
| Threadneedle (Lux)-Global Emerging Mkt Eqs AU | -1,35 | -0,35 | -0,29 | -0,18 |
| Templeton Emerging Markets A (acc) USD | -0,50 | -0,33 | -0,21 | -0,17 |
| UBS Global Emerging Markets Opportunity P USD | -0,75 | -0,28 | -0,18 | -0,05 |
| Vontobel Fund Emerging Markets Equity B USD | -0,83 | -0,46 | -0,32 | -0,14 |
| Wellington Emerging Markets Equity USD D Acc Unh | -0,29 | 0,02 | -0,04 | -0,05 |

Fonte: Nostre elaborazioni

A confermare quanto visto in precedenza è la performance aggiustate per il rischio ottenute attraverso l'indice di Sharpe, Sortino e Treynor che convalida la scarsa capacità da parte dei gestori dei fondi attivi di riuscire a battere l'ETF. Infatti, osservando la tabella 4.16 raffigurante i valori dell'indice di Treynor possiamo vedere come oltre al fondo nominato in precedenza solo altri tre fondi quali Goldman Sachs Mlt-Mgr Em Mkts Equity Pf P Acc USD, Ninety One GSF

Emerging Markets Equity A Acc USD e Wellington Emerging Markets Equity USD D Acc Unh sono riusciti ad ottenere una performance superiore all'Ishares MSCI EM nell'intero arco di tempo analizzato.

Tabella 4.14: Indice di Sharpe con benchmark MSCI Emerging Markets

| Sharpe | 1 Year | 3 Years | 5 Years | 10 Years |
|---|--------|---------|---------|----------|
| iShares MSCI EM UCITS ETF USD (Acc) | -0,56 | 0,06 | 0,04 | 0,06 |
| AB FCP I-Emerging Markets Growth Portfolio A USD | -0,65 | 0,05 | 0,01 | 0,06 |
| Allspring(Lux)WW - Emerging Markets Equity Fd A (USD) acc | -0,65 | 0,03 | 0,01 | 0,04 |
| Amundi Funds Emerging Markets Eq Focus - F2 USD C | -0,76 | 0,05 | 0,02 | 0,04 |
| Aviva Investors Global Emerging Mrkts Core A USD | -0,66 | 0,03 | -0,02 | 0,01 |
| AXA Rosenberg Global Em Mkts Eq Alpha B USD | -0,53 | 0,07 | 0,03 | 0,04 |
| BGF Emerging Markets Equity Income A2 USD | -0,63 | 0,03 | 0,03 | 0,08 |
| BMO LGM Global Em Mkts Growth and Income B USD Acc | -0,55 | 0,00 | 0,01 | 0,05 |
| Capital Group EM Growth Fund (LUX) B USD | -0,92 | 0,03 | 0,03 | 0,04 |
| Comgest Growth Emerging Markets USD Acc | -0,91 | -0,09 | -0,08 | 0,02 |
| EVI Irl Parametric Em Mkts A Acc USD | -0,40 | 0,02 | -0,01 | 0,02 |
| Edmond de Rothschild Strategic Emerging A USD | -0,75 | 0,03 | -0,01 | 0,03 |
| FAST Emerging Markets A-ACC-USD | -0,73 | 0,04 | 0,01 | 0,06 |
| GAM Multistock - Emerging Markets Eq-USD B | -0,74 | 0,02 | 0,01 | 0,06 |
| Goldman Sachs EMs Eq Pf Base Acc USD | -0,78 | 0,07 | 0,04 | 0,08 |
| Goldman Sachs Mlt-Mgr Em Mkts Equity Pf P Acc USD | -0,69 | 0,07 | 0,03 | 0,05 |
| HSBC GIF Global Emerging Markets Equity AC USD | -0,43 | 0,10 | 0,05 | 0,05 |
| Invesco Sustainable EM Structured Eq Fd A | -0,38 | 0,03 | -0,02 | 0,02 |
| Janus Henderson Emerging Markets A2 USD | -0,69 | 0,01 | -0,02 | 0,03 |
| JPM Emerging Markets Equity A Acc USD | -0,84 | 0,04 | 0,05 | 0,06 |
| MFS Meridian Funds-Emerging Markets Equity A1 USD | -0,62 | -0,01 | -0,01 | 0,01 |
| Mirae Asset GEM Sector Leader Equity A USD | -0,89 | -0,02 | -0,02 | 0,04 |
| Ninety One GSF Emerging Markets Equity A Acc USD | -0,50 | 0,06 | 0,04 | 0,06 |
| Pictet-Emerging Markets-I USD | -1,03 | 0,03 | 0,01 | 0,04 |
| Russell Investments Emerging Markets Equity B Acc | -0,63 | 0,04 | 0,01 | 0,04 |
| Stewart Investors Gbl Em Mkts Leaders I Acc USD | -0,30 | -0,02 | -0,04 | 0,04 |
| T. Rowe Price Emerging Markets Equity A USD | -0,84 | -0,01 | 0,01 | 0,05 |
| Threadneedle (Lux)-Global Emerging Mkt Eqs AU | -0,81 | 0,02 | 0,00 | 0,03 |
| Templeton Emerging Markets A (acc) USD | -0,63 | 0,02 | 0,01 | 0,03 |
| UBS Global Emerging Markets Opportunity P USD | -0,78 | 0,02 | 0,02 | 0,06 |
| Vontobel Fund Emerging Markets Equity B USD | -0,78 | -0,02 | -0,02 | 0,03 |
| Wellington Emerging Markets Equity USD D Acc Unh | -0,64 | 0,07 | 0,04 | 0,06 |

Fonte: Nostre elaborazioni

Tabella 4.15: Indice di Sortino con benchmark MSCI Emerging Markets

| Sortino | 1 Year | 3 Years | 5 Years | 10 Years |
|---|--------|---------|---------|----------|
| iShares MSCI EM UCITS ETF USD (Acc) | -0,37 | 0,06 | 0,04 | 0,05 |
| AB FCP I-Emerging Markets Growth Portfolio A USD | -0,41 | 0,04 | 0,01 | 0,05 |
| Allspring(Lux)WW - Emerging Markets Equity Fd A (USD) acc | -0,47 | 0,03 | 0,01 | 0,04 |
| Amundi Funds Emerging Markets Eq Focus - F2 USD C | -0,45 | 0,04 | 0,01 | 0,04 |
| Aviva Investors Global Emerging Mrkts Core A USD | -0,48 | 0,02 | -0,01 | 0,01 |
| AXA Rosenberg Global Em Mkts Eq Alpha B USD | -0,41 | 0,07 | 0,03 | 0,04 |
| BGF Emerging Markets Equity Income A2 USD | -0,46 | 0,02 | 0,03 | 0,07 |
| BMO LGM Global Em Mkts Growth and Income B USD Acc | -0,41 | 0,00 | 0,01 | 0,05 |
| Capital Group EM Growth Fund (LUX) B USD | -0,60 | 0,03 | 0,03 | 0,03 |
| Comgest Growth Emerging Markets USD Acc | -0,60 | -0,08 | -0,07 | 0,02 |
| EVI Irl Parametric Em Mkts A Acc USD | -0,31 | 0,01 | -0,01 | 0,02 |
| Edmond de Rothschild Strategic Emerging A USD | -0,47 | 0,02 | -0,01 | 0,03 |
| FAST Emerging Markets A-ACC-USD | -0,52 | 0,03 | 0,01 | 0,06 |
| GAM Multistock - Emerging Markets Eq-USD B | -0,44 | 0,02 | 0,01 | 0,05 |
| Goldman Sachs EMs Eq Pf Base Acc USD | -0,53 | 0,06 | 0,04 | 0,08 |
| Goldman Sachs Mlt-Mgr Em Mkts Equity Pf P Acc USD | -0,49 | 0,07 | 0,03 | 0,05 |
| HSBC GIF Global Emerging Markets Equity AC USD | -0,31 | 0,10 | 0,05 | 0,05 |
| Invesco Sustainable EM Structured Eq Fd A | -0,32 | 0,03 | -0,01 | 0,02 |
| Janus Henderson Emerging Markets A2 USD | -0,47 | 0,01 | -0,02 | 0,03 |
| JPM Emerging Markets Equity A Acc USD | -0,55 | 0,03 | 0,04 | 0,06 |
| MFS Meridian Funds-Emerging Markets Equity A1 USD | -0,40 | -0,01 | -0,01 | 0,01 |
| Mirae Asset GEM Sector Leader Equity A USD | -0,57 | -0,02 | -0,02 | 0,03 |
| Ninety One GSF Emerging Markets Equity A Acc USD | -0,35 | 0,06 | 0,03 | 0,06 |
| Pictet-Emerging Markets-I USD | -0,60 | 0,03 | 0,01 | 0,04 |
| Russell Investments Emerging Markets Equity B Acc | -0,43 | 0,04 | 0,01 | 0,04 |
| Stewart Investors Gbl Em Mkts Leaders I Acc USD | -0,25 | -0,02 | -0,03 | 0,04 |
| T. Rowe Price Emerging Markets Equity A USD | -0,51 | -0,01 | 0,01 | 0,05 |
| Threadneedle (Lux)-Global Emerging Mkt Eqs AU | -0,50 | 0,02 | 0,00 | 0,03 |
| Templeton Emerging Markets A (acc) USD | -0,47 | 0,01 | 0,01 | 0,03 |
| UBS Global Emerging Markets Opportunity P USD | -0,53 | 0,02 | 0,02 | 0,06 |
| Vontobel Fund Emerging Markets Equity B USD | -0,52 | -0,02 | -0,02 | 0,03 |
| Wellington Emerging Markets Equity USD D Acc Unh | -0,41 | 0,06 | 0,04 | 0,05 |

Fonte: Nostre elaborazioni

Tabella 4.16: Indice di Treynor con benchmark MSCI Emerging Markets

| Treynor | 1 Year | 3 Years | 5 Years | 10 Years |
|---|--------|---------|---------|----------|
| iShares MSCI EM UCITS ETF USD (Acc) | -1,76 | 0,34 | 0,19 | 0,25 |
| AB FCP I-Emerging Markets Growth Portfolio A USD | -2,22 | 0,30 | 0,04 | 0,29 |
| Allspring(Lux)WW - Emerging Markets Equity Fd A (USD) acc | -2,21 | 0,16 | 0,04 | 0,19 |
| Amundi Funds Emerging Markets Eq Focus - F2 USD C | -2,44 | 0,26 | 0,08 | 0,19 |
| Aviva Investors Global Emerging Mrkts Core A USD | -2,17 | 0,14 | -0,08 | 0,04 |
| AXA Rosenberg Global Em Mkts Eq Alpha B USD | -1,68 | 0,39 | 0,15 | 0,20 |
| BGF Emerging Markets Equity Income A2 USD | -2,50 | 0,14 | 0,18 | 0,37 |
| BMO LGM Global Em Mkts Growth and Income B USD Acc | -2,03 | 0,00 | 0,03 | 0,28 |
| Capital Group EM Growth Fund (LUX) B USD | -3,72 | 0,18 | 0,16 | 0,18 |
| Comgest Growth Emerging Markets USD Acc | -3,15 | -0,47 | -0,41 | 0,08 |
| EVI Irl Parametric Em Mkts A Acc USD | -1,40 | 0,10 | -0,04 | 0,10 |
| Edmond de Rothschild Strategic Emerging A USD | -2,44 | 0,14 | -0,07 | 0,16 |
| FAST Emerging Markets A-ACC-USD | -3,01 | 0,21 | 0,06 | 0,33 |
| GAM Multistock - Emerging Markets Eq-USD B | -2,39 | 0,13 | 0,05 | 0,27 |
| Goldman Sachs EMs Eq Pf Base Acc USD | -2,75 | 0,36 | 0,22 | 0,39 |
| Goldman Sachs Mlt-Mgr Em Mkts Equity Pf P Acc USD | -2,26 | 0,38 | 0,14 | 0,25 |
| HSBC GIF Global Emerging Markets Equity AC USD | -1,38 | 0,55 | 0,26 | 0,24 |
| Invesco Sustainable EM Structured Eq Fd A | -1,40 | 0,19 | -0,08 | 0,11 |
| Janus Henderson Emerging Markets A2 USD | -2,56 | 0,05 | -0,10 | 0,16 |
| JPM Emerging Markets Equity A Acc USD | -2,90 | 0,20 | 0,23 | 0,30 |
| MFS Meridian Funds-Emerging Markets Equity A1 USD | -2,22 | -0,07 | -0,05 | 0,06 |
| Mirae Asset GEM Sector Leader Equity A USD | -3,04 | -0,11 | -0,10 | 0,17 |
| Ninety One GSF Emerging Markets Equity A Acc USD | -1,69 | 0,35 | 0,19 | 0,28 |
| Pictet-Emerging Markets-I USD | -3,41 | 0,16 | 0,03 | 0,19 |
| Russell Investments Emerging Markets Equity B Acc | -1,99 | 0,23 | 0,05 | 0,20 |
| Stewart Investors Gbl Em Mkts Leaders I Acc USD | -1,23 | -0,12 | -0,21 | 0,21 |
| T. Rowe Price Emerging Markets Equity A USD | -2,67 | -0,03 | 0,03 | 0,23 |
| Threadneedle (Lux)-Global Emerging Mkt Eqs AU | -2,87 | 0,10 | 0,00 | 0,14 |
| Templeton Emerging Markets A (acc) USD | -2,24 | 0,10 | 0,06 | 0,16 |
| UBS Global Emerging Markets Opportunity P USD | -2,52 | 0,13 | 0,09 | 0,27 |
| Vontobel Fund Emerging Markets Equity B USD | -2,81 | -0,10 | -0,10 | 0,15 |
| Wellington Emerging Markets Equity USD D Acc Unh | -2,10 | 0,40 | 0,22 | 0,27 |

Fonte: Nostre elaborazioni

Concludendo con l'analisi del tracking error osserviamo che in questo caso, più che nei precedenti, la diffusione di falsi fondi attivi è molto rilevante, in quanto, come mostrato dalla tabella 4.17, oltre alla presenza di quattro fondi attivi equiparabili a passivi (celle rosse) la restante parte dei fondi analizzati presenta un valore del T.E.

inferiore a tre (celle gialle) dimostrando quindi la scarsa “attività” dei fondi, che di fatti ricoprono quasi pedissequamente il mercato di riferimento.

Tabella 4.17: Tracking error con benchmark MSCI Emerging Markets

| Tracking Error | 1 Year | 3 Years | 5 Years | 10 Years |
|---|--------|---------|---------|----------|
| iShares MSCI EM UCITS ETF USD (Acc) | 0,62 | 0,61 | 0,48 | 0,39 |
| AB FCP I-Emerging Markets Growth Portfolio A USD | 1,48 | 1,75 | 1,92 | 1,78 |
| Allspring(Lux)WW - Emerging Markets Equity Fd A (USD) acc | 1,97 | 1,59 | 1,40 | 1,22 |
| Amundi Funds Emerging Markets Eq Focus - F2 USD C | 0,94 | 0,83 | 0,82 | 0,93 |
| Aviva Investors Global Emerging Mrkts Core A USD | 1,12 | 1,13 | 1,12 | 1,12 |
| AXA Rosenberg Global Em Mkts Eq Alpha B USD | 0,82 | 1,10 | 0,94 | 0,76 |
| BGF Emerging Markets Equity Income A2 USD | 2,16 | 1,56 | 1,49 | 1,40 |
| BMO LGM Global Em Mkts Growth and Income B USD Acc | 1,92 | 1,73 | 1,91 | 2,12 |
| Capital Group EM Growth Fund (LUX) B USD | 2,20 | 1,70 | 1,53 | 1,32 |
| Comgest Growth Emerging Markets USD Acc | 1,77 | 1,54 | 1,44 | 1,53 |
| EVI Irl Parametric Em Mkts A Acc USD | 1,44 | 2,16 | 1,85 | 1,53 |
| Edmond de Rothschild Strategic Emerging A USD | 1,41 | 1,46 | 1,49 | 1,60 |
| FAST Emerging Markets A-ACC-USD | 2,91 | 2,36 | 2,20 | 2,22 |
| GAM Multistock - Emerging Markets Eq-USD B | 1,04 | 1,28 | 1,09 | 1,08 |
| Goldman Sachs EMs Eq Pf Base Acc USD | 1,61 | 1,39 | 1,28 | 1,30 |
| Goldman Sachs Mlt-Mgr Em Mkts Equity Pf P Acc USD | 1,09 | 0,97 | 0,88 | 0,84 |
| HSBC GIF Global Emerging Markets Equity AC USD | 0,95 | 1,32 | 1,11 | 1,07 |
| Invesco Sustainable EM Structured Eq Fd A | 1,68 | 2,19 | 2,10 | 1,57 |
| Janus Henderson Emerging Markets A2 USD | 1,91 | 1,88 | 1,92 | 1,76 |
| JPM Emerging Markets Equity A Acc USD | 1,67 | 1,68 | 1,51 | 1,46 |
| MFS Meridian Funds-Emerging Markets Equity A1 USD | 2,01 | 1,42 | 1,27 | 1,17 |
| Mirae Asset GEM Sector Leader Equity A USD | 1,70 | 1,62 | 1,45 | 1,61 |
| Ninety One GSF Emerging Markets Equity A Acc USD | 1,52 | 1,21 | 1,08 | 0,97 |
| Pictet-Emerging Markets-I USD | 1,25 | 1,78 | 1,62 | 1,34 |
| Russell Investments Emerging Markets Equity B Acc | 0,68 | 0,74 | 0,70 | 0,65 |
| Stewart Investors Gbl Em Mkts Leaders I Acc USD | 2,21 | 2,63 | 2,53 | 2,19 |
| T. Rowe Price Emerging Markets Equity A USD | 0,88 | 1,02 | 1,01 | 1,04 |
| Threadneedle (Lux)-Global Emerging Mkt Eqs AU | 2,48 | 2,30 | 1,94 | 1,71 |
| Templeton Emerging Markets A (acc) USD | 2,33 | 1,68 | 1,42 | 1,40 |
| UBS Global Emerging Markets Opportunity P USD | 1,10 | 1,16 | 1,17 | 1,26 |
| Vontobel Fund Emerging Markets Equity B USD | 1,70 | 1,36 | 1,36 | 1,90 |
| Wellington Emerging Markets Equity USD D Acc Unh | 1,29 | 1,45 | 1,25 | 1,21 |

Fonte: Nostre elaborazioni

4.3.4 Considerazioni finali

Dall'analisi degli indici di performance, che, come ricordiamo, è stata effettuata al lordo delle commissioni, è emerso che a prescindere dal benchmark preso come riferimento, i fondi attivi non sono in grado di battere gli ETF. Inoltre, analizzando il tracking error e l'alpha di Jensen è stato mostrato che in realtà dietro il titolo di "fondi attivi" si nascondono fondi gestiti passivamente ma con costi di gran lunga più elevati.

Osservando la tabella 4.18 e 4.19 possiamo notare una netta differenza tra i compensi dei fondi e i costi degli ETF, infatti, tralasciando le ingenti cifre d'ingresso e d'uscita presente nei fondi ma assenti negli ETF, la differenza tra la media del T.E.R dei fondi attivi e la media del T.E.R dei tre ETF selezionati è di ben 180 punti percentuali.

Tabella 4.18: Costi degli ETF

| N.F. | NOME DEK FONDO | T.E.R % | Ingresso % | Uscita % |
|------|---|---------|------------|----------|
| 1 | iShares Core MSCI EMU UCITS ETF EUR (Acc) | 0,12 | 0,00 | 0,00 |
| 2 | iShares MSCI EM UCITS ETF USD (Acc) | 0,18 | 0,00 | 0,00 |
| 3 | iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc) | 0,07 | 0,00 | 0,00 |

Fonte: Nostre elaborazioni

Tabella 4.19: Costi dei Fondi

| N.F. | NOME DEI FONDO | T.E.R. % | Ingresso % | Uscita % |
|------|---|----------|------------|----------|
| 1 | AB FCP I-Emerging Markets Growth Portfolio A USD | 2,00 | 5,00 | |
| 2 | Allspring(Lux)WW - Emerging Markets Equity Fd A (USD) acc | 1,94 | 5,00 | |
| 3 | Amundi Funds Emerging Markets Eq Focus - F2 USD C | 3,05 | | |
| 4 | Aviva Investors Global Emerging Mkts Core A USD | 1,92 | 5,00 | |
| 5 | AXA Rosenberg Global Em Mkts Eq Alpha B USD | 1,65 | 4,50 | |
| 6 | BGF Emerging Markets Equity Income A2 USD | 1,87 | 5,00 | 2,00 |
| 7 | BMO LGM Global Em Mkts Growth and Income B USD Acc | 1,03 | 0,50 | 3,50 |
| 8 | Capital Group EM Growth Fund (LUX) B USD | 1,90 | 5,25 | |
| 9 | Comgest Growth Emerging Markets USD Acc | 1,57 | 4,00 | |
| 10 | EVI Irl Parametric Em Mkts A Acc USD | 1,90 | 6,25 | |
| 11 | Edmond de Rothschild Strategic Emerging A USD | 2,64 | 3,00 | 1,70 |
| 12 | FAST Emerging Markets A-ACC-USD | 1,96 | 5,25 | 1,00 |
| 13 | GAM Multistock - Emerging Markets Eq-USD B | 1,92 | 5,00 | 3,00 |
| 14 | Goldman Sachs EMs Eq Pf Base Acc USD | 1,94 | 5,50 | |
| 15 | Goldman Sachs Mlt-Mgr Em Mkts Equity Pf P Acc USD | 1,40 | 5,50 | |
| 16 | HSBC GIF Global Emerging Markets Equity AC USD | 1,90 | 5,00 | |
| 17 | Invesco Sustainable EM Structured Eq Fd A | 1,84 | 5,00 | |
| 18 | Janus Henderson Emerging Markets A2 USD | 1,74 | 5,00 | |
| 19 | JPM Emerging Markets Equity A Acc USD | 1,72 | 5,00 | 0,50 |
| 20 | MFS Meridian Funds-Emerging Markets Equity A1 USD | 2,00 | 6,00 | |
| 21 | Mirae Asset GEM Sector Leader Equity A USD | 3,52 | 5,25 | |
| 22 | Ninety One GSF Emerging Markets Equity A Acc USD | 1,96 | 5,00 | |
| 23 | Pictet-Emerging Markets-I USD | 1,36 | 5,00 | 1,00 |
| 24 | Russell Investments Emerging Markets Equity B Acc | 2,13 | 5,00 | |
| 25 | Stewart Investors Gbl Em Mkts Leaders I Acc USD | 1,68 | 5,00 | |
| 26 | T. Rowe Price Emerging Markets Equity A USD | 2,02 | 5,00 | |
| 27 | Threadneedle (Lux)-Global Emerging Mkt Eqs AU | 1,80 | 5,00 | |
| 28 | Templeton Emerging Markets A (acc) USD | 2,00 | 5,75 | 1,00 |
| 29 | UBS Global Emerging Markets Opportunity P USD | 1,85 | 3,00 | |
| 30 | Vontobel Fund Emerging Markets Equity B USD | 2,04 | 5,00 | 0,30 |
| 31 | Wellington Emerging Markets Equity USD D Acc Unh | 1,80 | 5,00 | |
| 32 | AB SICAV I-Eurozone Equity Portfolio A EUR | 1,84 | 5,00 | |
| 33 | AB SICAV I-Eurozone Equity Portfolio C EUR | 2,29 | | 1,00 |
| 34 | Allianz Best Styles Euroland Equity AT-EUR | 1,35 | 5,00 | |
| 35 | Allianz Best Styles Euroland Equity CT-EUR | 1,85 | 2,00 | |
| 36 | Allianz Best Styles Euroland Equity CT-EUR | 2,40 | | |
| 37 | AXA Rosenberg Eurobloc Equity Alpha B EUR | 1,48 | 4,50 | |
| 38 | AXA Rosenberg Eurobloc Equity Alpha E EUR | 2,23 | | |
| 39 | BGF Euro-Markets C2 EUR | 3,07 | | 1,00 |
| 40 | BGF Euro-Markets D2 EUR | 1,07 | 5,00 | 2,00 |
| 41 | BNP Paribas Euro Equity Classic Cap | 1,98 | 3,00 | |
| 42 | Candriam Equities L EMU Innovation C Cap | 1,84 | 3,50 | |
| 43 | DPAM B Equities Euroland B | 1,75 | 2,00 | |
| 44 | Edmond de Rothschild SICAV Euro Sust Equity A EUR | 2,24 | 3,00 | |
| 45 | G FUND Equity Convictions ISR N C | 1,69 | 2,75 | |
| 46 | HSBC GIF Euroland Growth AC EUR | 1,85 | 5,00 | |
| 47 | HSBC GIF Euroland Value EC EUR | 2,35 | 5,00 | |
| 48 | Invesco Euro Equity A EUR Acc | 1,68 | 5,00 | |

| | | | | |
|----|--|------|------|------|
| 49 | Janus Henderson HF Euroland A2 EUR | 1,87 | 5,00 | 1,00 |
| 50 | JPM Euroland Dynamic D (perf) Acc EUR | 2,55 | 5,00 | 0,50 |
| 51 | Edmond de Rothschild Equity Euro Core A EUR | 2,26 | 3,00 | |
| 52 | AB SICAV I-Select US Equity Portfolio A USD | 1,99 | 5,00 | |
| 53 | AB SICAV I-Select US Equity Portfolio C USD | 2,44 | | 1,00 |
| 54 | Allianz US Equity Fund AT-USD | 1,85 | 5,00 | |
| 55 | AXA Rosenberg US Enhanced Index Eq Alpha B USD | 0,86 | 4,50 | |
| 56 | FF - Sustainable US Equity Fund Y-ACC-USD | 1,07 | | |
| 57 | GAM Star US All Cap Equity Inst Acc USD | 1,27 | 5,00 | |
| 58 | Goldman Sachs Mlt-Mgr US Equity Pf P Acc USD | 1,03 | 5,50 | |
| 59 | JPM America Equity A Acc USD | 1,72 | 5,00 | 0,50 |
| 60 | JPM US Select Equity A Acc USD | 1,70 | 5,00 | 0,50 |
| 61 | Legg Mason ClearBridge US Appreciation A Acc USD | 1,71 | | |
| 62 | Harris Associates U.S. Value Equity Fund R/A (USD) | 5,00 | | |
| 63 | NN (L) US Enh Core Conc Eqty X Cap USD | 2,09 | 5,00 | |
| 64 | PineBridge US Large Cap Research Enhanced A USD | 1,70 | 5,00 | 3,00 |
| 65 | Schroder ISF US Large Cap A Acc | 1,58 | 5,00 | |
| 66 | PIMCO GIS StocksPLUS E CI USD Acc | 1,45 | 5,00 | |
| 67 | PIMCO GIS StocksPLUS Invr USD Acc | 0,90 | 5,00 | |
| 68 | Wellington US Research Equity D Acc USD | 1,64 | 5,00 | |
| 69 | Alger SICAV-Alger American Asset Growth A US | 2,00 | 6,00 | |
| 70 | Morgan Stanley US Advantage B USD | 2,64 | | 4,00 |
| 71 | Morgan Stanley US Advantage A USD | 1,64 | 5,75 | |
| 72 | Morgan Stanley US Advantage C USD | 2,44 | | 1,00 |
| 73 | Morgan Stanley US Advantage I USD | 0,89 | | 3,00 |
| 74 | Threadneedle (Lux)-American Select DU | 2,55 | 1,00 | |
| 75 | Vontobel Fund - US Equity USD C | 2,57 | 5,00 | 0,30 |
| 76 | EVI Irl US Value A Acc USD | 1,73 | 6,25 | |
| 77 | Invesco Sustainable US Structured Eq Fund A | 1,38 | 5,00 | |
| 78 | Invesco US Value Equity R Acc USD | 2,50 | | |

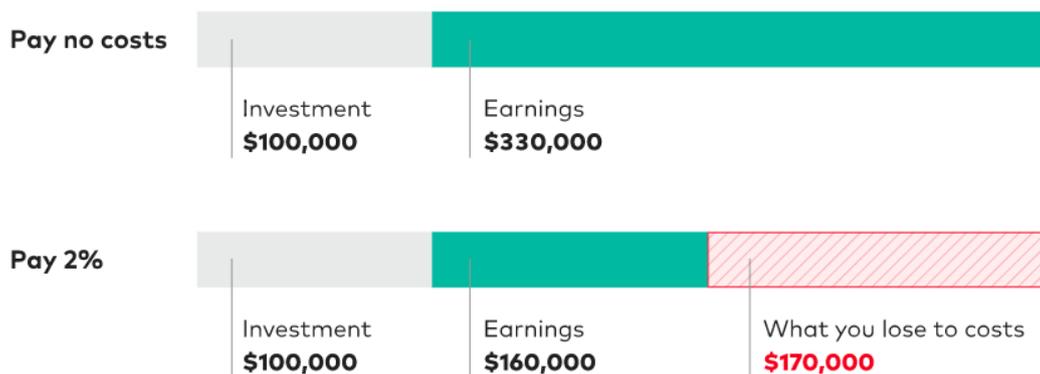
Fonte: Nostre elaborazioni

Questa differenza, in un'ottica di investimento a lungo periodo, compromette in maniera sostanziale l'investimento in quanto non va ad impattare unicamente sul rendimento presente, ma anche sulla crescita che l'investimento avrebbe potuto ottenere nel corso degli anni. A dimostrare quanto detto è un articolo di Vanguard⁵² (figura 4.19) che mostra su un periodo di 25 anni, la differenza di guadagno tra un

⁵² Wallick et al, *Shopping for Alpha: You Get What You Don't Pay For*, Vanguard, 2011

investimento con zero commissioni e uno con commissioni pari al 2% (il tutto a parità di condizioni sull'rendimento).

Figura 4.20: Perdita derivante dai costi



Fonte: Vanguard

Come possiamo vedere, in un periodo di 25 anni, un T.E.R al 2% erode più della metà dei guadagni dell'investimento.

Consci quindi di questa informazione possiamo affermare che in seguito alle analisi fatte, gli Exchange Traded Funds, si possono considerare un buono strumento alternativo se non anche migliore ai fondi a gestione attiva, in quanto capaci di ottenere dei rendimenti maggiori ad un costo ridotto.

CONCLUSIONE

Il mercato finanziario è in continua evoluzione e negli anni sia i legislatori, che i produttori di strumenti finanziari, hanno cercato di restare al passo con tali cambiamenti.

Nascono in questo periodo nuovi prodotti come gli Exchange Traded Funds (ETF) che hanno l'obiettivo di amministrare il risparmio degli investitori, attraverso una gestione passiva del fondo e prestando una specifica attenzione ai costi.

Con questo elaborato ho cercato di confrontare tali strumenti con i fondi comuni di investimento, per capirne le differenze sia dal punto di vista strutturale che operativo.

Nel primo caso è emerso che, gli ETF, simili per finalità ai fondi comuni di investimento, possiedono numerose caratteristiche come: costi ridotti, maggiore trasparenza, facile liquidabilità degli investimenti e semplicità di accesso alla negoziazione, che li rendono più attraenti gli investitori.

Nel secondo caso, invece, ho cercato di quantificare empiricamente i vantaggi generati dalle performance degli ETF, confrontandoli con i rendimenti dei fondi comuni di investimento a gestione attiva, per verificare se quanto riportato dalla letteratura in merito a questo argomento fosse coerente con i risultati del mio studio. Infatti, l'espressione univoca della produzione letteraria in merito a questo confronto, dimostra, come nel corso degli anni, la gestione attiva dei fondi comuni

d'investimento non è riuscita a garantire una persistenza degli extra rendimenti, necessari a giustificare gli elevati costi inputati ai fondi.

Inoltre, in questo elaborato mi sono soffermato nel confrontare un pool di settantotto fondi e tre ETF, selezionati tramite vari criteri specifici e utilizzando una serie di indicatori di performance come: l'indice di Sharpe, l'indice di Sortino, l'indice di Treynor e l'Alpha di Jensen, col fine di verificare se effettivamente Exchange Traded Funds potesse considerarsi una valida alternativa ai fondi comuni d'investimento.

Dall'analisi è emerso che gli indici di performance dei fondi a gestione attiva, calcolati al lordo dei costi, non riescono a generare extra rendimenti, anzi risultano performare meno degli ETF, dimostrando una gestione da parte dei manager pressoché inefficiente e delle commissioni del tutto ingiustificate.

In conclusione, gli ETF possono considerarsi degli ottimi sostituti ai fondi comuni di investimento in quanto oltre che a performance migliori hanno anche costi molto più competitivi.

Bibliografia

Ambrosini S., *Il risparmio gestito in Italia: dinamiche e prospettive di sviluppo*, GRUPPO BNP PARIBAS, Focus economia e banche n.04, 2022.

Barucci E., *Raccolta e performance dei fondi comuni di investimento in Italia*, Assogestioni Working paper, 2007.

Carhart M. M., *On Persistence in Mutual Fund Performance*, The Journal of Finance Vol 52, pagg. 57-82, 1997.

D'Alessio G., De Bonis R., Neri A. e Rampazzi C., *L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, n588, 2020.

Deville L., *Exchange Traded Funds: History, Trading, and Research*, Handbook of financial engineering (pp. 67–98), 2008.

Dimson E. Marsh P. & Staunton M., *Long-term asset returns. In: Financial Market History: reflections on the past for investors today*, CFA Institute Research Foundation, Charlottesville, pp. 2-27, 2016.

Fama E., French K. R., *Luck Versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns*, Tuck School of Business Working Paper No. 2009-56, 2009.

Ferrari G., *Italian Asset Gatherers*, Mediobanca securities, giugno 2017.

Friedman M., *A Theory of the Consumption Function*, Princeton: Princeton University Press, 1957.

Harvey C. R. & Liu Y., *Does Scale Impact Skill*, Duke I&E Research Paper No. 2016-46, 2016.

Heaton J. B., Polson N. G. & Witte J. H., *Why Indexing Works*, *Applied Stochastic, Models in Business and Industry* 33 (6), pp. 690-693, 2017.

Hurlin, C., Iseli, G., Pérignon, C. and Yeung, S., *The counterparty risk exposure of ETF investors*, 2017.

Jensen, M.C., *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964*, *Journal of Finance* 23, pp. 389-416, 1968.

Kahneman D. e Tversky A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, *Econometrica*, Vol 47, 1979, pp. 263-292.

Keynes J, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, capitolo 7, p. 84, 1939.

Khneman, D. e Tversky, A., *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*, in "Science", n. 185, pp.1124-1131, 1974.

Kuznets S., *National Produce Since 1869*, Nat. Bur. Econ. Research, 1946.

Modigliani F. e Brumberg, R., *Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data*, Kurihara K., Post Keynesian Economics, 1955.

Naumenko, K. e Chystiakova, O., *An Empirical Study on the Differences between Synthetic and Physical ETFs*, International Journal of Economics and Finance, 2015.

Neumann J. e Morgenstern O., *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton, NJ. Princeton University Press, 1953.

Pastor L. Stambaugh R. F. & Taylor A. L., *Scale and skill in active management*, National Bureau of Economic Research, 2014.

Sharpe W. F., *The Arithmetic of Active Management*, The Financial Analysts' Journal Vol. 47, pp. 7-9, 1991.

Sharpe, W. F., *Mutual Fund Performance*, Journal of Business 39, pp. 119–138, 1966.

Sortino, F.A.; Price, L.N., *Performance measurement in a downside risk framework*, Journal of Investing. 3, pp. 8-50, 1994.

Thaler R. e Shefrin H. M., *An Economic Theory of Self-Control*, Journal of Political Economy, vol. 89, issue 2, 1981, pp. 392-406.

Tidmore C., *Myth: Active management performs better in bear markets*, Vanguard, 2018.

Treynor, J.L., *How to Rate Management of Investment Funds*, Harvard Business Review, 43, pp. 63-75, 1965.

Ufficio studi di Mediobanca, *Dati di 1320 fondi e SICAV Italiani (1984-2018)*, 2020.

Wallick et al, *Shopping for Alpha: You Get What You Don't Pay For*, Vanguard, 2011.

Sitografia

<https://multioffer.altroconsumo.it>

Leggende metropolitane, 15 ottobre 2018.

<https://www.assogestioni.it>

Il mercato italiano del risparmio gestito, febbraio 2022.

<https://www.borsaitaliana.it>

ATFund: Il mercato dedicato ai fondi aperti, 2020.

Il mercato degli ETF e degli ETC/ETN: trasparenza e liquidità, 2016.

La replica sintetica degli ETF: cos'è e come funziona.

<https://www.consob.it>

I Fondi Comuni.

<https://www.justetf.com>

Riedl P, Che cosa sono gli ETC? Semplice spiegazione sugli ETC.

ETF: come scegliere quello giusto suggerimenti e consigli utili, JustETF.

La dimensione conta quando si parla di ETF, JustETF, 2021.

<https://www.dt.mef.gov.it>

Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness, luglio 2005.

<https://www.spglobal.com>

<https://www.areastudimediobanca.com>

Indagine sui fondi e SICAV italiani, 2016

<https://www.it.vanguard>

Panoramica dei tipi di prodotti negoziati in borsa, 2022